全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HEDGE FUND

当代金融实务译丛

【美】威廉·J·科里兰/著
陈键/译

对冲基金投资指南

经济科学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一辑

投资银行业务指南

对冲基金投资指南

兼并与收购实用指南

离岸金融业务指南

第二辑

期货交易实用指南

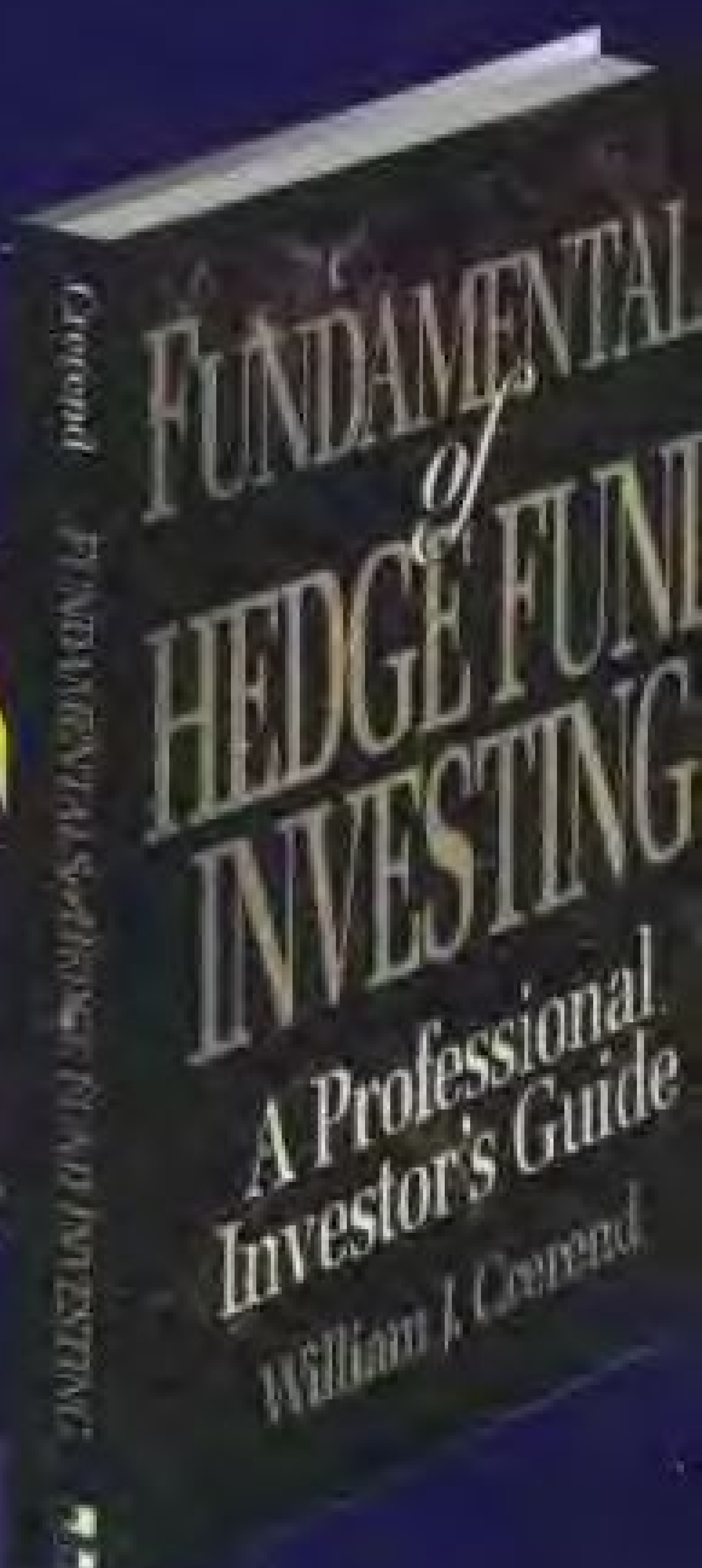
华尔街日报使用指南

结构化衍生工具手册

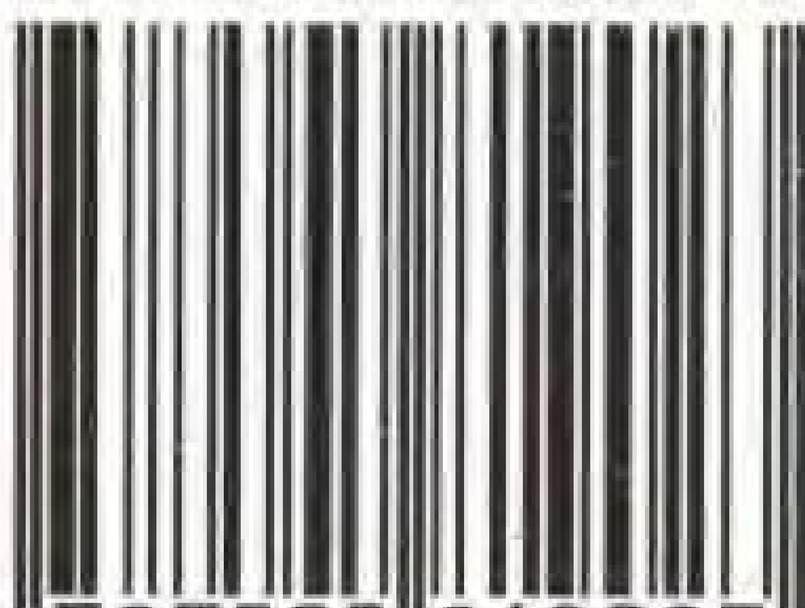
国际金融词汇手册







Fundamentals of Hedge Fund Investing: A Professional Investor's Guide



ISBN 7-5058-1902-X/F·1362 定价：21.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

F830.59
K27

对冲基金投资指南

〔美〕威廉·J·科里兰／著
陈键／译

当代金融实务译丛




A0936354

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

对冲基金投资指南〔美〕科里兰（Crerend,W.J.）著；陈键译.
－北京：经济科学出版社，2000.6
（当代金融实务译丛）
书名原文：Fundamentals of Hedge Fund Investing
ISBN 7-5058-1902-X

Ⅰ.对… Ⅱ.①科… ②陈… Ⅲ.投资－基金－基本知识
Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（1999）第49281号

对冲基金投资指南

〔美〕威廉·J·科里兰／著
陈键／译

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
北京博诚印刷厂印刷
河北三佳企业集团装订厂装订
出版社电话：62541886 发行部电话：62568479
经济科学出版社暨发行部地址：北京海淀区万泉河路66号
邮编：100086
网址：www.esp.com.cn
电子邮件：esp@public2.east.net.cn
（版权所有 翻版必究）

*

690×990毫米 16开 10.75印张 170000字
2000年6月第一版 2000年6月第一次印刷
印数：00001—10100册
ISBN 7-5058-1902-X/F·1362 定价：21.00元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章
什么是对冲基金？为什么投资于对冲基金

What Are Hedge Funds? Why Invest in Them

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是对冲基金

在过去，**对冲基金**(hedge fund)这个词通常指一家没有进行注册的投资咨询公司，也就是没有在证券与交易委员会(SEC)进行注册的公司，从而也就不受证券与交易委员会的监管。这个词在过去还与“在高杠杆率基础上买卖美国股票和债券”及“在做多（买卖自有的证券）的同时又做空（买卖借入的证券，以期在较低的价位补进）”这样的行为相联系。一般认为，对冲基金这个名字来源于它们经常多空并做，从而在一定程度上“对冲”了市场的不确定性，使自身受到保护。

时至今日，对冲基金涵盖的范围不再仅仅是多头、空头和杠杆证券，而且还有期货（在未来某一时日买卖商品或更为常见的金融工具，以进行交割的合约）、远期（与期货相似，但不在交易所交易）、期权（买卖某物的权利），甚至还涉及实物（比如麦子、石油、铜、黄金这样的有形资产）。无论这个名词涵盖的范围有多广，对冲基金投资的本质没有变。换言之，你对某种商品持有多头是因为你认为它的价格会上涨，你对某种商品持有空头是因为你认为它的价格会下跌，如果你确实有把握，你会去借钱来做多或做空，或者两个都做。

有许多人给对冲基金作过描述，但他们把对冲基金过于简化了。例如“对冲基金的经理是咄咄逼人的投资者”这句话一般没错，但这些经理也可能是很保守的；还有“你可以期望得到很高的回报”，没有人会打这个保票，而且这也不见得总是最终目的。再有一句被津津乐道的话是“经理要收很高的佣金，佣金通常是与业绩挂钩的”，它几乎完全正确，但是忽略了对投资者来说更为重要的考虑因素——净收益。

就对冲基金自身来说，它的组织形式并不单一。对冲基金的运作方式或者说运作策略有许多种，对这些方式和策略加以区分将有助于对它们的了解。首先要注意的一点是：对冲基金的经理拥有广泛的资产组合，可能是投资管理行业中最为广泛的。类似**增长**和**价值**、**小**或者**大**、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内或者**国外**、**股票**或者**债券**这样的词汇，在用来定义对冲基金的特征时，都没有太大意义，因为对冲基金经理同时跨越了多种类型的投资项目、市场、部门以及谋求回报的方式。

在一开始有必要记住：传统的投资注重于对股票和债券的所有权，也就是对金融资产做多头。对冲基金的投资通过向非金融资产的拓展以及对做空和杠杆技巧的运用，开创了一个新的视野。随着对冲基金策略的日益复杂，在认识和估计它们潜在的风险及回报时，保持的警惕性也应提高。

我们就从对五大类对冲基金的区分开始谈起。

对冲基金的类型

相对价值型

相对价值型策略（Relative Value）有时也被称为市场中立策略（market－neutral strategies），是各种策略中惟一一种专注于将各类头寸以“对冲”的方式联系起来的一种。这类投资组合将多头与空头结合起来，相互冲抵，在独立于市场波动的前提下谋求回报，并从定价不当的证券、市场板块或是另一类证券上获取利润。相对价值策略试图限制市场风险（或者说“系统性”风险）的影响，同时又利用不同类型的资产或证券之间缺乏市场效率这一点，来谋求利润。当你想要把投资收益抽象化时，要知道无懈可击的对冲行为即使可能存在也是为数寥寥，所以在看待你的预期回报这一点上要现实一些。尽管有持续的回报记录，对冲投资还是更像一门艺术，而非科学。

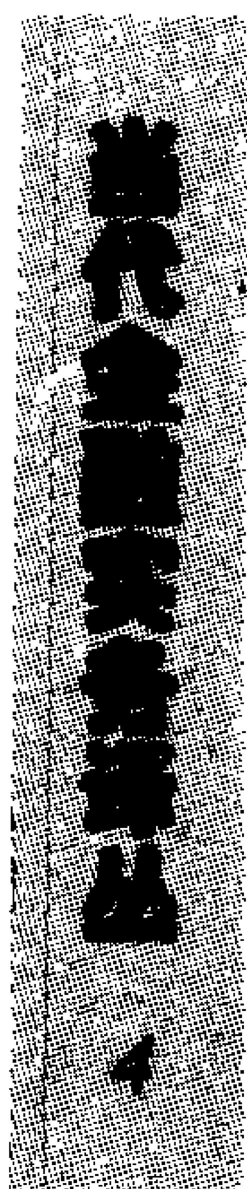
举个例子，一笔相对价值型基金的投资组合，可能是持有 25 种价格偏低的美国科技类股票的多头，同时持有 25 种价格偏高的美国科技类股票的空头；持有 IBM 公司可转换债券的多头，同时又持有相近数量的 IBM 公司股票的空头；或者是持有一揽子日本股票认股权证的多头，同时持有相近数量的日本股市期货合约的空头。从本质上说，经理人买进价格偏低的证券，卖空价格偏高的证券，希望多头胜过空头，反之亦然。在最糟糕的情况下（譬如由于市场的激烈动荡），经理人的多头方价格下跌，空头方价格上涨，结果是两头都亏。在最理想的情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，多方价格上涨，空方价格下跌，原先平衡的头寸发生了变化，结果产生了收益率差，收益率差一般称为“阿尔法”(alpha)。相对价值型对冲基金的经理就是要谋求最大的正“阿尔法”。

相对价值型投资组合的预期收益率，比起其他类型的对冲基金策略要低得多，一般是比无风险的3个月美国国债利率每年高出3%～5%（除去佣金之后），波动幅度也相对较小。如果相对价值型对冲基金比起标准普尔500种股票指数（S&P500）或其他股价指数表现得更好或更差，那也只是个意外事件。但是市场因素或是宏观因素肯定会影响相对价值型策略，在投资于相对价值型对冲基金时，你还是应该着眼于无风险利率之上的收益，并把目标做长远打算。

在相对价值型对冲基金中，我们还可进一步区分四种不同的投资方式。



多/空权益策略（Long/Short Equity）——同时持有价格偏低的多方权益和价格偏高的空方权益。这种策略由于与传统的在挑选股票时所做的分析相似，所以对各机构来说比较熟悉。它可能在直观上是最吸引人的一种策略，因为它将你认为价格偏低的股票的多头和价格偏高的股票的空头结合起来，综合考虑市场、部门、行业、资本规模以及其他差别因素，对投资组合的结构加以平衡。无论是通过基本面、技术面还是数量方面的技巧，多/空权益策略都是在试图消除市场因素和部门因素的影响，只把选择股票时的非有效性和你的个人判断，作为影响投资组合收益的因素。

有的方法是将美元多头与美元空头进行平衡，有的则试图把多方和空方的预期波动幅度加以平衡，更有甚者运用含有50种以上因素或变量的计算机模型来做平衡工作。系统越是复杂，隐含的不确定性就越大，而且如果哪个环节出了问题，要加以分析和修正的难度也就越大。更为复杂的是，投资组合可能是30种证券的多头和30种证券的空头，甚至可能是100种。

尽管多/空权益策略进行管理和维护的难度很大，要从概念上对它加以理解却不难。例如，一项投资组合是对20种美国地方性银行股票做多，同时对相同数量的20种美国地方性银行股票做空，那么在多数情况下关键在于对股票的选择。当然也存在这样的可能：多方做的是南方银行股票，空方做的是北方银行股票，于是永远也不能完全对冲。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果你还是保留多方的地方性银行股，但空方改为货币中心银行的股票，投资组合的市场中立性就会减弱，看起来就像是下了两笔不同的赌注。如果将空方改为加拿大地方性银行的股票，对冲范围就更广了。最后，如果将空方改为美国的零售企业股票，就进一步加大了赌注，彻底改变了投资组合的性质。

很复杂吗？也许是的，但投资组合经理与我们不同，他在这个过程中更多地看到了科学，而不是艺术。在每天收盘时，他总会接到询问判断意见的电话。

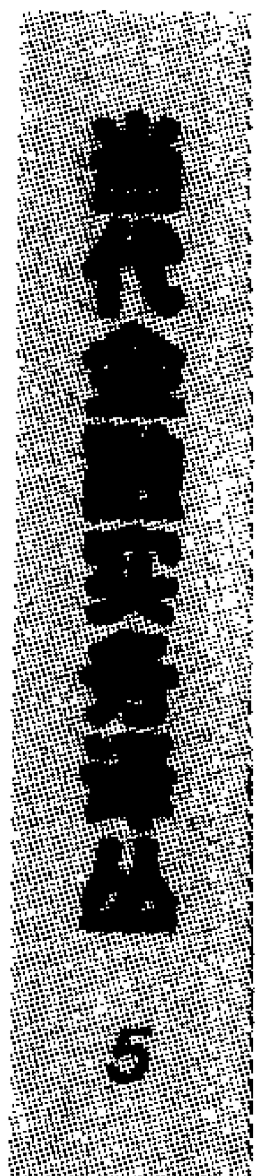
可转换债券对冲策略（Convertible Hedging）——对可转换债券做多/对相应的普通股做空。相对价值型策略的这种变化形式采取的做法是买进可转换债券(或是其他类型的可转换工具,例如优先股),然后卖空相应数量的同一公司的股票,以达成对冲交易。考虑下面这个例子:

买进	1 手	ABC 公司利率 7%，2002 年到期的可转换债券，	目前价格：1000 美元
卖出	22 手	ABC 公司的普通股	目前价格：35 美元

以上交易隐含的**对冲比率(hedge ratio)**是 77%，也就是说，购买的 1000 美元债券同时被以 35 美元一股的价格卖空的 22 股 ABC 公司普通股冲抵，价值是 770 美元。这个对冲比率很重要，因为它反映了用来抵消债券价格波动所需要的普通股数量。在我们这个例子中，股票价格每变动 1 美元，债券价格预期应该波动 0.77 美元。

另外一项收益是投资者可以获得 70 美元的票面利息（1000 美元的面值乘以 7%）。此外，经纪人还会对卖空的股票金额支付利息，利率通常相当于 3 个月的国债利率。如果国债利率是 5%，卖空的头寸相当于资本金的 70%，那么额外的利息率就是 3.5%，假设卖出的股票不支付红利，也没有出现什么市场波动，那么总的回报率就是 10.5%（在调整了对冲金额之后，7% 加上实际的 3.5% 利息返还），对于那些运用金融杠杆来提高收益率的投资者，这种交易尤其有利可图。在我们这个例子中，每运用一次杠杆，7% 的借款成本就可以多带来 3.5% 的收益率。

但是，可转换债券对冲基金经理一般是根据市场上出现的有利变化或不利变化，相应地调整对冲比率来获利。如果对应的普通股价格上



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨，债券价格一般也会上涨，并对普通股价格的进一步上涨更为敏感，因此要对冲债券的多方头寸，就需要增加股票的空方头寸。这样一来，可转换债券对冲基金经理就会在股票价格上涨时，卖空更多的股票，这看起来与正常的交易规则背道而驰。如果股价下跌，对冲比率就会相应调低，债券的波动幅度也会减小，看起来更像是利率工具（见图 1-1）。

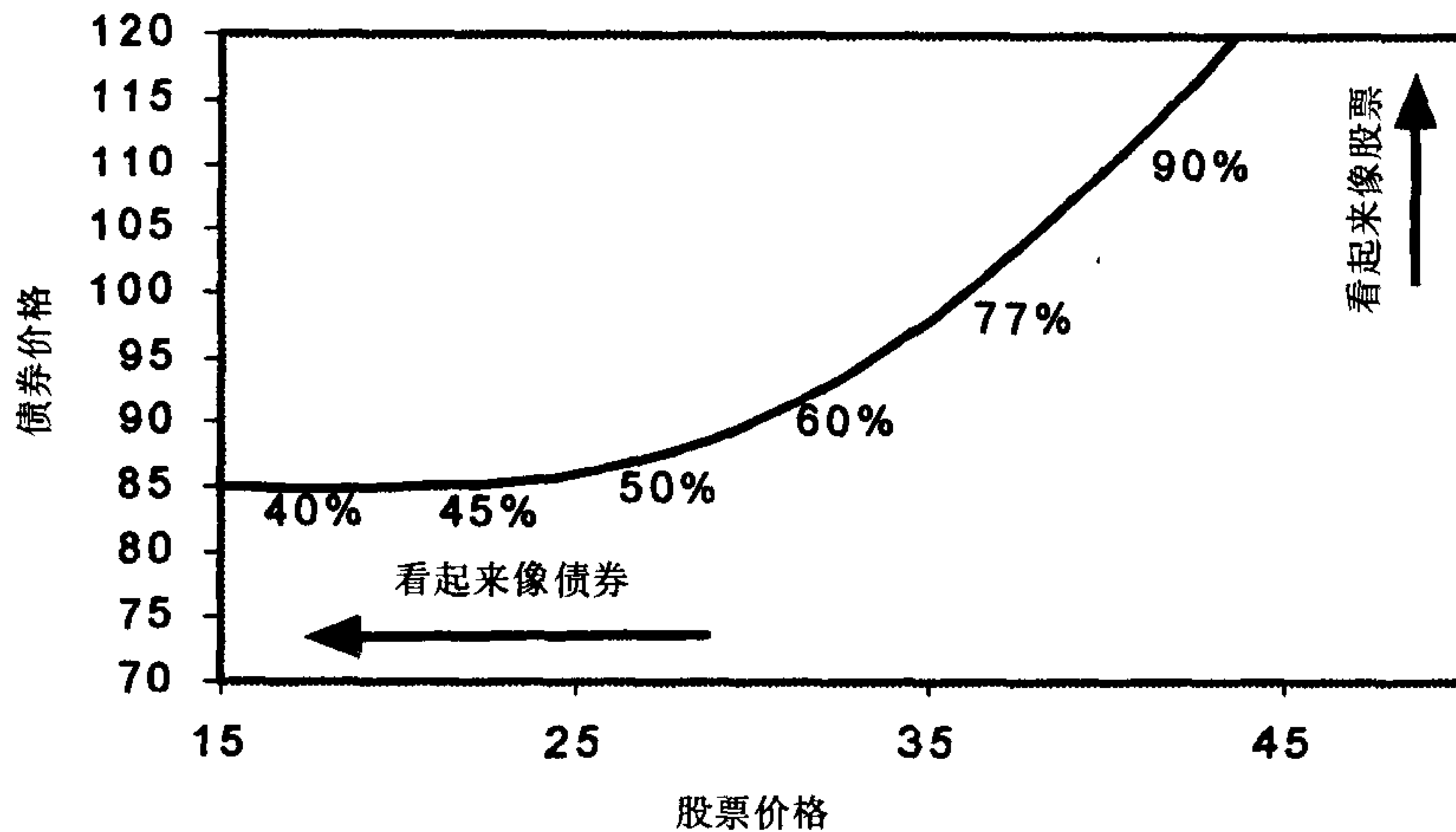


图 1-1　要求的对冲比率

记住，可转换投资工具通常是债券，而债券独立地受利率变动及债券的其他特点如到期日、信誉等级和防止提前赎回条款等的影响；相反普通股却是受市场和行业/部门变化的影响。如果出现了收购企图，股票的价格会被抬升（你就应该卖空）；如果是杠杆收购（这会恶化企业的资产负债表），债券的价格会下跌（你就应该买空）。很显然，这样的投资其收益率不会是（也永远不可能是）固定不变的。

债券对冲策略——收益曲线套利，或称债务头寸做多/做空。债券对冲是这样一种艺术，你买空一种收益率较高的固定收入证券（fixed - income securities）同时卖空另一种收益率较低的固定收入证券（只有勇敢者才敢这样做来获利！），在力所能及的条件下维持一种对冲头寸（hedged position）。比如买空 3 年期的美国国债的同时，卖空一种期限尽可能匹配的债券，运用的杠杆率必须很高，否则这二者之间的利差根本不能弥补交易的成本。基金经理或是在不同的市场板块之间寻觅利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差，比如按揭证券与国债之间的利差，或是公司债与国债之间的利差。其他的投资形式还可能是买空 3 年期国债的同时卖空 2 年期或 4 年期的国债，或者是买空 3 年期的美国国债的同时卖空期限相同的非美国主权信用等级的债券。如果是后者，还需要考虑币种以及运用适当的外币套期保值策略，以防止未来汇率波动可能造成的风险。套期保值策略之一就是在远期市场上买卖外币，（在远期市场上外币可以在未来某一指定时日按预定的价格进行买卖）。

哪个环节可能出错？任何一个环节都有可能！市场是无法预测的。有的人可能会需要大量你所卖空的债券（理由只有他自己才知道！）把你的对冲计划完全打乱。或是你拥有的两种期限的债券，它们的收益率完全颠倒过来；或者是由于某种外币的汇率变动超出了原先预想的范围，结果套期保值计划泡汤等等。

循环策略（Rotational）——多重相对价值策略（Multiple Relative Value Strategies）。运用循环策略的基金经理在各种相对价值策略之间相机抉择，包括那些不可以单独运用的策略。后者如在商品之间套取价差：原油与汽油的价差、黄金现货与期货的价差、或者是买空封闭式投资基金（close - end funds）同时卖空投资基金的资产组合中的那些股票。

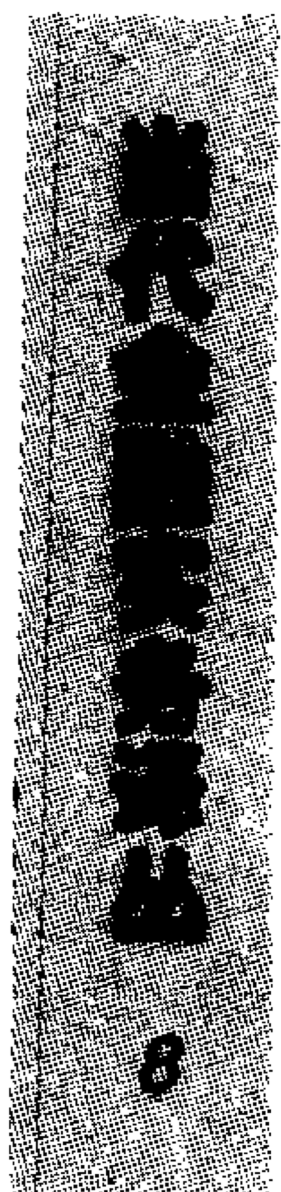
事件驱动型策略

事件驱动型策略（Event Driven strategies）是以做多为主的策略，它关注公司的一些特殊交易活动，这些交易活动很可能会在某段精确预计的时间内，使得某一证券的价格精确地上涨。传统的价值导向型投资者对某一公司的股票投资，是因为他相信这笔投资在历尽沧桑之后定会身价倍增；而事件驱动型投资者则对这种增值的数量及时机都有更为清晰的了解。这里提到的公司交易活动可以分为两种主要类型：风险套利型（risk arbitrage）投资者关注的是那些由于兼并、收购、股权收购（tender offers）以及其他事件所产生的与股本权益相关的投资机会；而问题债务专家（distressed debt specialist）则关注那些由于破产、清算、财务重组及其他事件而产生的投资机会。因为事件驱动型策略直接指向那些特殊交易活动，这些活动都有“开始、发展和结束”，所以这种策略带来的回报独立于一般的市场变动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了对风险套利加以说明，假设一家 ABC 公司有意收购一家 XYZ 公司，XYZ 公司的股票每股市价是 50 美元。按照惯例，有收购意向的公司愿意向对方开出高于收购前股价（pre-deal price）30% 或更高的价格，换言之，ABC 公司愿意向 XYZ 公司付每股 65 美元的价格。当 ABC 公司宣布每股 65 美元的收购价时，XYZ 公司的股价会迅速上涨，但可能到不了 65 美元，因为收购可能没有发生，或是时机未到(但价格也可能高于 65 美元，如果市场预期还会有更高的收购报价)。风险套利者一般会仔细权衡以下三个问题：（1）交易可能成功的概率有多大？（2）如果收购发生，XYZ 公司的股票最后会定在哪个价位？（3）如果会发生收购，什么时候发生？

问题债务投资者进行的分析与上面有点类似。如果投资者拥有正在进行财务重组的公司的债权，有三个问题非常重要：（1）公司重组成功的概率有多大（公司并未被清算）？（2）如果公司进行了重组，债券持有人将会得到什么样的证券组合（package），这一组合的价值是多少？（3）交易什么时候能够完成？



大多数进人事件驱动型投资领域的投资者的收益率为 15% 或更多，另外再加上一些与一般的市场波动缺乏相关性的期望收益率。截至本书写作时为止，交易套利活动就发生的数量而言已经有了很大的发展，但价差（市场价值与目标公司股票的收购价之间的差额）并不可观。尽管参与正确的交易活动（即将要实现的交易活动）至关重要，但你还是想多赚些钱来补偿你这笔时间不长的投资。有意思的是，交易套利策略是对冲基金策略中为数不多的，能够取得特定行业数据的策略。诸如已有的交易数量、价差、涉及的行业以及交易的类型等等（还有股票、现金及其他项目）都可以找到。

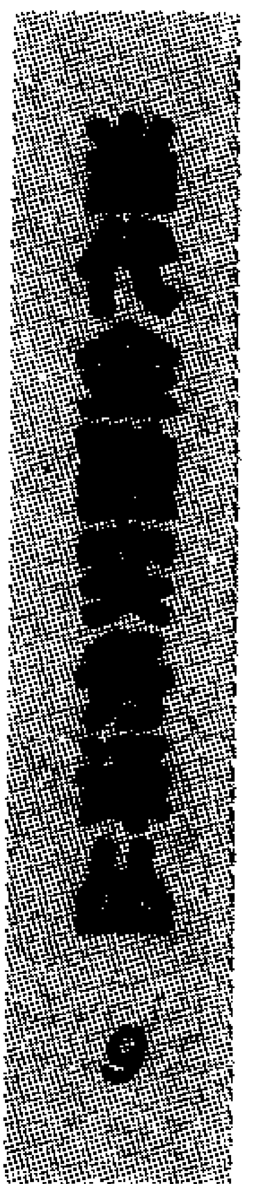
事件驱动型策略远比大多数人知道的复杂得多。在兼并与收购活动中，股票可以被迅速抬升到接近或高出收购方愿意付出的价位。事件驱动型基金经理必须迅速就“如果交易成功（或是可能有更高的报价）可能获得的收益率”以及“如果交易失败或者被撤销，股价下跌的潜在可能性有多大”这样的问题做出判断。如果持有的头寸很大，万一交易失败，股价下跌，再要卖掉股票就难了。在破产这种情况下，一位进行了深入研究的经理会断定某一批债券有利可图，因为它有尚未被认识到的、十分有价值的资产作抵押（例如一家陷人困境的航空公司的某一队飞机）；而不明就里的债券持有人会因为破产迫在眉睫，急于按偏低的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格卖掉债券。同样，对一家问题公司所做的细致分析可能会显示：被其他人低估的资产其实是足以偿付主要债务的。于是精明的经理会在其他人害怕得要卖掉的时候买进，甚至还卖空一些同一家公司的股票以对冲债券头寸。换句话来说，传统型经理退出投资，恰恰是给交易套利和问题公司投资创造了机会。

风险套利和问题公司投资并不由于专门从事这两类活动的公司的存在，就认为把两者结合起来是缺乏竞争力的。反之，由于二者都存在各自的活动范围，而它们不见得就是相关的，因此通过同时使用两种方法来分散风险往往都很成功。无论是单独使用或是结合使用，事件驱动型策略都必须以出色的研究和充分的信心为基础。因为往往是当目前的权益所有者准备退出公司的时候，才会运用这种策略。

权益对冲基金



我们讨论的第三种对冲基金——**权益对冲基金（Equity Hedge funds）**，也是投资于股本权益证券，同时做多与做空，但是与相对价值型对冲基金的资产组合不同，这一类资产组合通常存在净的市场敞口（net market exposure），一般是多头敞口。你可以将这类基金经理看成是最一般的对冲基金经理，他们原先的背景是传统的股票采撷者（stock - picking），现在转变成使用多头投资（有时使用杠杆手段）与卖空手法相结合的策略，来表达他们的看法，同时又做他们认为是市场对冲的事情。由于权益对冲基金经理的传统资产组合管理背景，他们的操作通常有一定的偏好，比如盘子小，种类集中于金融股和科技股等等。

如果按传统的观点把权益对冲基金的经理看作是市场时机的把握者（market timer），那就错了。这些经理受公司基础分析的影响，在本质上还是个股票采撷者。权益对冲基金经理对自己的分析能力引以为豪：他们喜欢以合适的价格买下那些强劲的、成长型公司的股票，或者是转型公司（turnarounds）*的股票，尤其是在华尔街还没有意识到这些股票的诱人之处的时候。尽管这些经理也卖空那些可能会“表现糟糕”的股票，而且当时市场价格上升到不合情理的时候，卖空的数量还会大大增加，但是在正常情况下，空方不可能在投资组合中占据主要地位。

---

* 转型公司(turnaround)指的是那些由于一时的决策失误而陷入困境的公司，通常底子很好，如果改善管理将有良好前景——译者注。

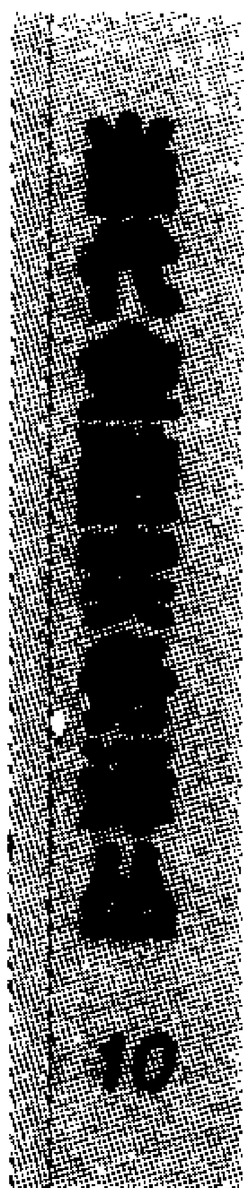
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在多数情况下，空方是由股票选择和对投资组合或市场整体的一种风险规避态度逐渐形成的。权益对冲基金经理不期望在短期内跑赢大市，但在长期内他们期望获取良好的绝对收益。

权益对冲基金作为一个大类，包括三个子类别：偏好国内多头型（domestic long biased），国内相机抉择型（domestic opportunistic）——经理可能是净的卖空，以及全球型/国际型——这种类型随着美国股票和非美国股票的盘子和做空的程度不同而相应调整。总的来说，这一策略的年度总收益率在除掉佣金以后，约在15%左右。

全球资产分布型基金

我们的第四类对冲基金——全球资产分布型基金（Global Asset Allocator）在全球范围内投资，几乎运用所有的策略，同时对证券、期货、远期、期权和实物商品做多和做空。全球资产分布型基金有时也被称为商品交易顾问（Commodity Trading Advisers——CTAs）、宏观对冲基金或者期货交易商。这类基金的经理由于管理资产的总规模（通常大的惊人）及其杰出的声誉而受到传媒的广泛关注。至少从一个方面来讲，全球资产分布型基金是权益对冲基金的“老大哥”。有的权益对冲基金由于在华尔街强大的交易能力及其事业成功背后的杠杆率，规模增长得太快，以至于需要把资产组合扩展，这就遇到了难题：一家规模从3亿美元增长到30亿美元的权益对冲基金还能按老一套做吗？考虑到单只股票（例如一些小盘股）的流动头寸对于这么大规模的基金的制约，答案应该是否定的，这些“巨人”需要将注意力转向其他级别的资产和市场。适合这类基金的一种经理人就是前面提到的“商品”经理（“commodity” managers）。由于规模的增长已经超出了实物商品市场的范围（一只大规模的基金就可能操纵整个商品交易市场），这类基金迅速进入金融期货和外汇市场。



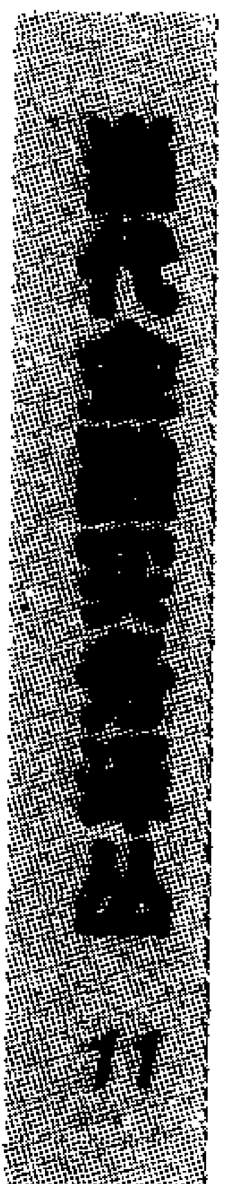
如果只把全球资产分布型基金称为“市场时机把握者”，那可就低估了这类基金经理行为的复杂性。对多个市场的时机把握当然是他们工作的一个内在部分。有的经理依赖于技术分析（对单个公司或市场的分析），前面提到的“商品经理”倾向于采用技术分析法。而真正的全球资产分布型基金更倾向于基本面分析（有的基金则二者兼顾）。无论是用技术分析还是基本面分析，全球资产分布型基金投资的手法无所不用，资金的投向无所不在，只求达到目的。这类基金经理的目标是什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么？目标一般是15%～20%的总收益率（除掉佣金以后）。

当你考虑对全球性投资的需求时，要记住在多数情况下，如果投资于一种美国国外的交易工具，需要进行货币的转换（例如卖掉美元买进日元，然后用日元来买股票、债券或者其他工具）。要卖出投资工具时，你又得反向操作一次。因此在买卖美国国外投资工具的时候，就有两个决策要做：投资工具本身和交易的币种。实际上，许多全球资产分布型基金都只持有货币头寸，经常还伴随很高的杠杆率。也正是这样，这些经理才无愧于“宏观对冲基金”这个称号，因为他们的投资组合中持有的头寸不仅仅是在对单个公司和/或部门的未来下赌注，甚至是在对类似欧洲经济共同体（EEC）这样的地区及相应的欧洲货币体系（EMS）下赌注。后一种类型的赌注将全球资产分布型基金置于与政府及主权中央银行联手或对抗的地位，而且时常是巨额赌注。

作为全球资产分配者的基金经理，所管理的资产规模与日俱增，同时也必须不断发挥探索精神与聪明才智，积累经验，以应对当前最为纷繁复杂的全球性投资所带来的挑战。



卖空型基金

卖空（short selling）从交易的角度讲与传统观念背道而驰：经理人卖出不属于他的证券，以期在更低的价位把证券买回来。卖空是一种达成协议与维持交易都很复杂的行为。你需要在经纪人那里开立一个保证金账户，存进去的钱或证券，是作为当价格出现不利于卖空行为变化时的担保品。经纪人通常从某位客户那里借来股票，这位客户根本不知道股票已经被挪用，因为它还在经纪人的报告上按市价一直存在着，任何应付的红利也都付进账户（由借股票的一方支付）。出售借来的股票所得的钱被存在卖空者的户头上，产生的利息由经纪人和卖空者平分。如果卖空的股票分红的话，由卖空者自掏腰包补进拥有股票者的户头。如果股价下跌，卖空者从市场上购进股票补回原账户获取利润。如果价格上涨，卖空者亏损的同时还要应付经纪人发出的追加保证金要求——要求他在账户上存入更多的资产。如果有必要的话，卖空者可以按市价购进证券，冲抵空头，轧平头寸。如果在空头还没有平仓时，股票的所有人决定卖掉已经被借走的股票，经纪人要么从别的地方再借来股票，要么在借不到的情况下迫使卖空者按市价买进证券，冲抵空头，这通常会造成一笔亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管卖空手法在以上几种策略中运用的程度深浅不一，它也可以作为一种策略单独使用，卖空者对于发现那些尚未被察觉的欺诈行为、重大的估值过高以及其他负面的公司消息有着极大的专业（而非个人）兴趣。有的人对卖空讳莫如深，认为它不符合美国人的作风（un - American）或是有损企业形象，从而使得卖空行为用投资学术语来说变得缺乏效率，而对那些信奉这一策略的相对小规模的投资者群却很有利可图。

能够采取卖空行动的人洞察力都很敏锐，他能够看到并且利用那些尚未为世人察觉的问题。事实上，卖空者必须在利空的新闻还没有影响证券价格之前就采取卖空行动。为了防止卖空者不断打压价格以增加自身盈利，有的市场制订了相应的股票交易法规，要求卖空的价位必须是上行式（uptick）——即该价格必须高于前一笔交易的价位。但是如果大盘下跌，要找到上行式的价格就很困难。

专事卖空的投资者比较少见，但他们的斗志都很顽强。这部分是由于数额上的原因：如果你买了一种证券，它的价格跌到零，你最多损失掉你投资的钱，或者说损失 100%；但如果你卖空一种证券，而它的价格最终上涨了，你的损失就可能是 100% 的好多倍。要知道如果你卖空一只股票，而它的价格走势于你不利的话，这只股票从价值上看就成为你的资产组合中的大头。

卖空策略的预期收益可以说就是一个市场的函数。如果股市下跌很多，卖空就可以赚大把的钱，反之则会大赔一笔。如果市场走势平缓，卖空者之间也可以开展竞争，不过这种竞争主要体现在对股票的选择上。在现在这种牛市下，卖空无利可图，卖空者也只好老老实实地待着，要知道直到五、六年前，卖空者至少都可以在强劲的股市上惨淡经营。但近年来，在投资基金的推动下股市牛气冲天，许多卖空者被迫关门大吉。卖空者的消失是不幸的，因为他们是“一只非常复杂的飞轮上的一个齿轮”。换言之，由于卖空者是在对公司的负面情况进行曝光并施加压力，他们的作用就好比一只筛子，筛选的过程则有利于整个市场和经济环境。

通过对以上各种对冲基金策略的描述，我们可以看出它们自身及相互之间都存在着很广阔的空间。一项投资组合可能只持有 5 种证券，而另一项组合则可能持有 600 种证券。持有 5 种股票的组合可能全是多头、全是空头或者二者都有；持有 600 种证券的那项组合可能是 300 种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多头加 300 种空头，也可能是美国证券与国外证券的混合，发达国家市场与发展中国家市场的混合，后者可能还包括中国或者俄罗斯。撇开市场不谈，利用的工具可以是股票、债券、可转换债券、优先股、资产支持证券(asset - backed securities),也可以是衍生工具,比如期货、远期和互换。而且,许多工具可能属于法律与监管体系都与美国不同的国家。

尽管多数经理都倾向于坚持各自的策略，但经理不时转换策略的现象在对冲基金业界也很常见。比方说，事件驱动型基金经理可以借用或不借用财务杠杆来投资于公布的企业交易和/或破产事件，有时也可以见机行事，根据大致情况把头寸对冲掉。权益对冲基金更是以杠杆率的程度和持有多头或空头的偏好来标榜自己。不过有一点是肯定的，转换策略需要看经理的知识、基金的结构和操作技巧而定。

为了便于复习，下面这张表列示了一种组合对冲基金策略的方式：

指导方针	策略
多空抖敝(轧平)	相对价值型基金
净多头或净空头	相机抉择的权益对冲基金
	全球资产分布基金
偏好做多	事件驱动型基金；多数的权益对冲基金
偏好做空	卖空型对冲基金

看过了这么多对冲基金策略，你也许会问采用各种策略的经理比例目前各是多少，以及哪些策略吸纳的资产最多。在选取有代表性的基金的基础上，图 1－2 列出了在各种策略和规模上的资产分布情况。

从历史的角度看，相对价值策略是较新和较为复杂的一种策略，除了多/空权益基金之外，分布在其余三个子类别的经理比例很低，典型的资产规模是 5000 万～5 亿美元之间。事件驱动型基金的历史要长一些，但只有特殊的一组人对它感兴趣。权益对冲基金作为对冲基金业的鼻祖，吸引了大量的从业人员，因为它为那些来自传统资产管理公司的人提供了一个自然的切入点。在这一大类中，国内相机抉择型基金的经理人数最少，但管理的 10 亿美元以上的资产数量最多。全球资本分布基金多数来自超出权益对冲基金策略所能管理的资产规模的基金，另一部分来自以前的商品交易商，他们需要经营更为广泛的资产组合。注意：大多数见机行事的经理（discretionary managers）管理的资产规模都在 10 亿美元以上。最后，为传统投资方式中的股票采撷者所不齿的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略	总体概况		各种策略管理的资产规模范围(单位:亿美元)							
	管理的资产 百万美元	经理 (%)	> 10	10～7.5	7.5～5	5～2.5	2.5～1	1～0.5	0.5～0.2	0.2 以下
			各种规模范围下各类策略管理的资产比重							
债券对冲	$1,701	3%	0.0%	0.0%	0.0%	69.1%	23.2%	3.8%	3.9%	0.0%
可转换对冲	$2,118	5	76.2	0.0	0.0	0.0	6.3	11.6	2.8	3.0
多/空权益	$4,031	9	29.8	0.0	15.0	19.9	19.2	10.6	3.5	2.0
循环	$2,875	7	0.0	0.0	20.2	24.6	38.3	11.9	4.6	0.4
相对价值	$10,724	24	26.2	0.0	11.0	25.0	22.4	10.1	3.7	1.5
破产/问题公司	$5,797	7%	21.1%	12.9%	38.8%	11.7%	6.9%	5.2%	3.1%	0.3%
多重事件	$3,906	3	29.4	23.8	30.5	0.0	11.5	3.6	1.1	0.0
风险套利	$2,938	7	0.0	0.0	18.7	49.7	21.5	4.1	4.8	1.2
事件驱动	$12,641	18	18.8	13.3	31.5	16.9	11.7	4.5	2.9	0.4
国内多方权益	$3,151	8%	0.0%	26.3%	0.0%	33.6%	16.8%	17.0%	6.0%	0.4%
国内相机抉择权益	$3,821	4	62.8	0.0	0.0	16.9	15.2	1.9	2.9	0.2
全球/国际	$6,796	12	0.0	24.7	19.1	30.5	16.6	7.0	1.4	0.6
权益对冲	$13,768	24	17.4	18.2	9.4	27.4	16.3	7.9	2.9	0.5
离散	$30,831	13%	80.9%	5.9%	2.1%	5.5%	4.7%	0.6%	0.1%	0.2%
系统	$6,595	15	33.6	0.0	16.7	15.8	20.8	6.0	5.2	1.9
全球资产分布	$37,426	28	72.6	4.9	4.7	7.3	7.6	1.6	1.0	0.5
卖空	$1,120	6%	0.0%	0.0%	0.0%	35.4%	45.0%	12.9%	1.8%	4.9%
总体合计	$75,679	100%	45.9%	7.9%	10.9%	15.5%	12.5%	4.6%	2.0%	0.7%

资料来源：EACM 新型策略概况

图 1-2　按策略和规模分类的资产分布概况，截至 1996 年 12 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖空型对冲基金，近年来由于业绩不佳而一蹶不振，将来可能会进一步收缩而不是扩张，这类经理管理的资产规模特别小。

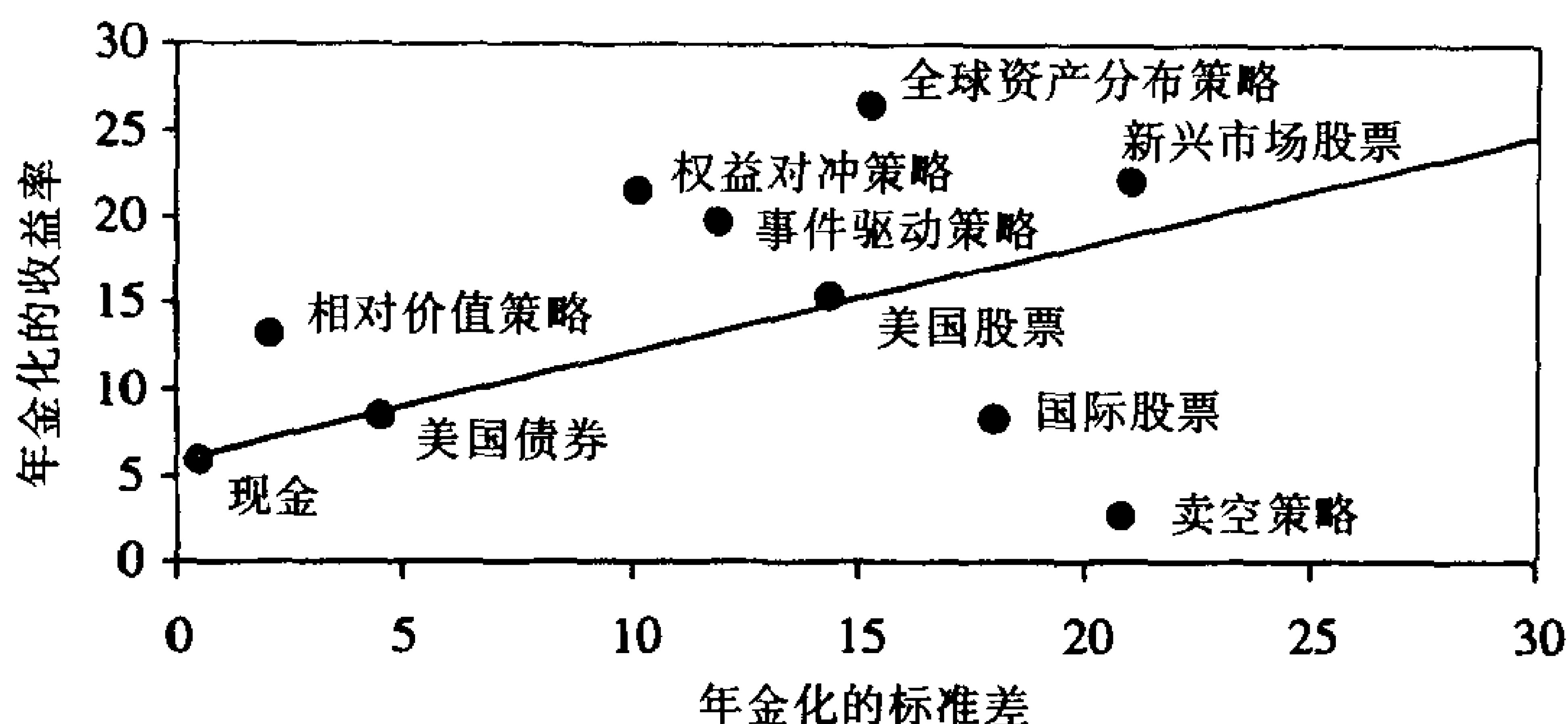
为什么投资于对冲基金

真正的答案是：为了获取平均水平以上的收益率（绝对或相对于某一投资项目），为了与传统的资产类别实现风险分散化，以及防止可能的价格下跌带来的损失。但不幸的是，有的人居然把可以在鸡尾酒会上吹牛和拉虎皮做大旗也作为投资的理由！

无论实际如此还是主观想象，人们都会认为对冲基金具有获取高收益的潜力，这种潜力是他们拥有的任何其他资产都无法比拟的。投资者一开始就应该知道，在这个行业中要想取得完整的和仔细审核过的业绩数据是很困难的。到处都是道听途说、小道消息和各种误解。第 5 章（评价对冲基金）详细讨论业绩问题。在这里要指出的是，在核实对冲基金的业绩时要特别注意信息披露问题，审计结果的核对问题、未上市交易的证券的估值方法问题、可能存在不正确的经理分类问题等等，以及“全组平均水平”这样的数字可能会掩盖收益率之间的巨大差异等问题。

作为论述的开始，图 1-3 以 10 年为期，对比了五类对冲基金策略与另外几种资产组合的风险/收益特征。在本书中我们采用标准普尔 500 种股票指数（标准普尔 500 Index）来代表美国的股票，摩根·斯坦利国际投资公司(MSCI)的欧洲、澳大利亚和远东指数（EAFE），以及新兴市场自由指数（EMF）来分别代表外国发达国家市场与发展中国家市场的股票。我们用雷曼兄弟公司的综合债券指数（Aggregate Bond Index）和美林公司的 3 个月国债指数来代表美国国债利率和现金成本。（附录 1 对各种指数做了详细说明）。各类对冲基金策略的收益情况包括在“EACM 经理人概况”之中，这一概况收录了将近 400 位经理的投资收益情况。EACM 的数据反映了 1987～1996 年这段时间里，这些经理的月投资平均加权收益率（除去各种佣金之后），包括各组中被解除契约的经理的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM100 新型策略概况，标准普尔公司，摩根·斯坦利国际投资公司，雷曼兄弟公司，美林公司。

注：这一表格中(以下皆同)，新兴市场股票收益率情况从 1988 年开始统计。

图 1-3　新型策略与传统策略的对比

风险/收益特征：10 年期，截止至 1996 年 12 月 31 日

在图 1-3 所列示的这段时间里，只有卖空型策略的波动幅度大大高于其他新型策略，而考虑到这种策略本身的性质和所观察的这段时间里的市场环境，这个结果并不出乎意料。权益对冲型、事件驱动型和全球资产分布型策略的收益率都远远高于美国和外国股票投资的传统策略，而波动幅度却相近甚至更小（要注意整体的波动幅度小于个别基金的波动幅度）。但是图 1-3 反映的仅仅是过去某一个别时段里的情况，而且整体的平均值并不意味着某一特定的经理或部门的收益率带有确定性（下一章将更详细地讨论这个问题）。

接下来我们通过图 1-4 列示的相关系数矩阵（correlation matrix），来检验对冲基金策略与传统投资组合之间在收益率上的相似性。注意：相关系数为 +1.00 表示完全正相关，意味着两种投资组合的收益率变动方向相同；而相关系数为 -1.00 则表示完全负相关，意味着两种收益率是反向变动的；相关系数为零则表示两种收益率之间不存在任何（线性的）相关关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	相对价值策略	事件驱动策略	权益对冲策略	全球资产分布策略	卖空策略	美国股票	美国债券	国际股票	新兴市场股票	现金
相对价值策略	1.00									
事件驱动策略	0.00	1.00								
权益对冲策略	0.18	0.75	1.00							
全球资产分布策略	0.11	-0.05	0.03	1.00						
卖空策略	-0.03	-0.52	-0.69	0.12	1.00					
美国股票	0.04	0.61	0.79	0.02	-0.70	1.00				
美国债券	0.32	-0.11	0.09	0.08	-0.04	0.32	1.00			
国际股票	0.11	0.34	0.46	0.02	-0.38	0.48	0.09	1.00		
新兴市场股票	0.25	0.25	0.51	-0.10	-0.37	0.38	0.07	0.39	1.00	
现金	0.30	-0.16	-0.08	0.19	0.20	-0.01	0.27	-0.08	0.02	1.00

资料来源：EACM100 新型策略概况，标准普尔公司，摩根·斯坦利国际投资公司，雷曼兄弟公司，美林公司。

图 1-4　月度收益率之间的相关性

10 年期，截止至 1996 年 12 月 31 日

在所观察的这段时间里，卖空型策略与美国股票型策略有很强的负相关关系（-0.70）；而全球资产分布型和相对价值型策略与美国股票型策略的相关程度却很低(分别是 0.02 和 0.04)；事件驱动型(0.61)和权益对冲型(0.79)策略相比之下与美国股市有着很强的相关关系。而就对冲基金策略内部来说，整体的相关程度较低，变化范围也很大，从卖空型策略与权益对冲型策略的 -0.69 到权益对冲型策略与事件驱动型策略之间的 0.75 不等。

尽管从风险分散化的目的考虑，与美国股市之间的相关程度较低是好的，但也要注意像权益对冲型基金与股市之间的相关程度虽然较强（0.79），却也可以做出一些对市场的下滑趋势的敏感反应；全球资产分布策略(0.02)则可以作为“标准的分散手段”(perfect unmatch)，而卖空策略（-0.70）则是很有用的对冲手段。当然这并不意味着未来也存在这种相关关系。图 1-4 仅仅是对过去情况及将来可能发生的情况的一个粗略描述。

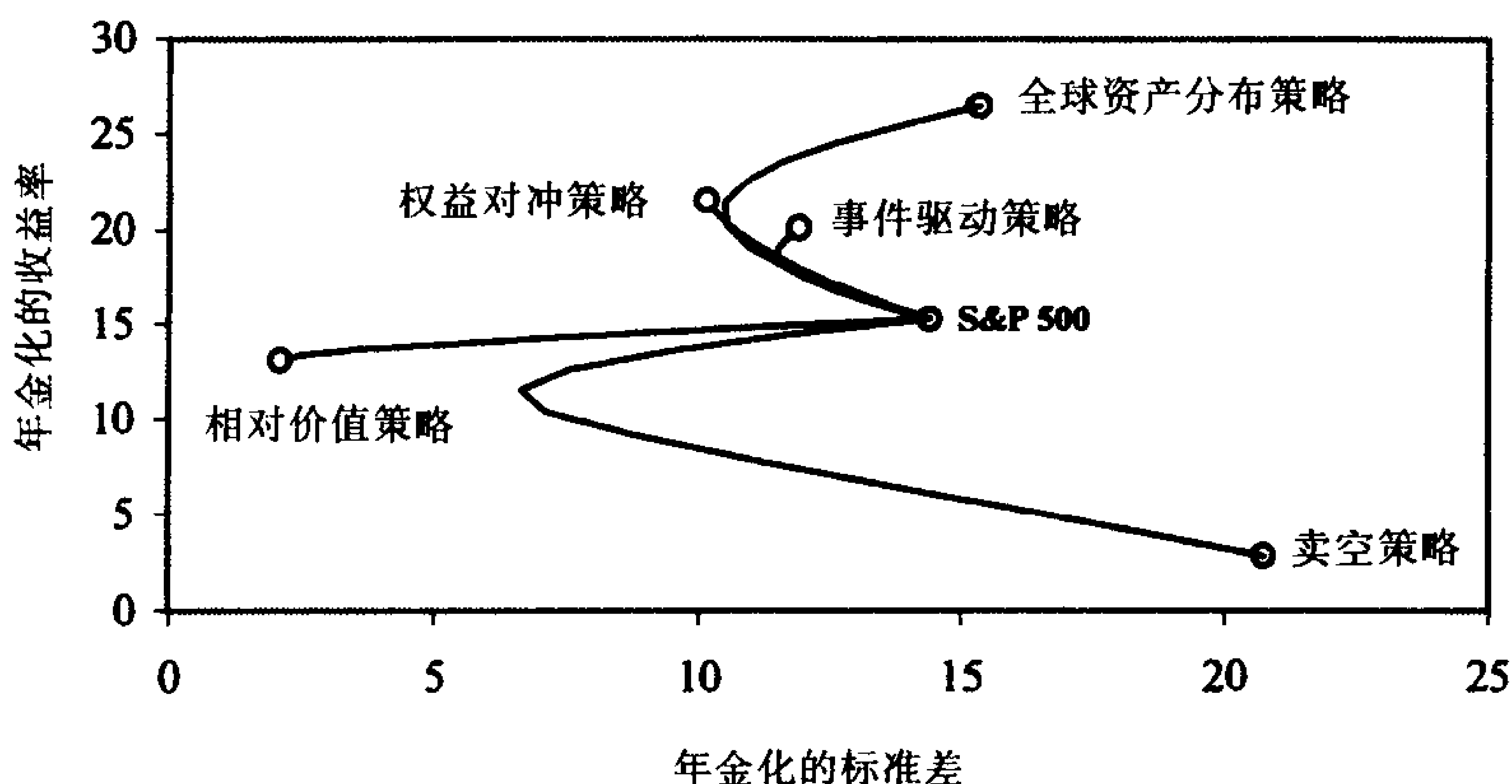
投资组合的收益率之间的相关关系及其他关系，对于投资组合风险的分散化来说有着重要的含义，而这一点对于风险管理来说有时是很重要的。如果你拥有一笔澳大利亚国债、一家德国汽车公司的股票以及一笔美国对冲基金投资，看起来投资风险好像分散了，但实际上可能没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——如果它们的收益率走势相同的话。与此同时，完全的负相关关系又会把盈利和损失相互抵消。应该谋求的是这样一种境界，即在运用一种能够预知市场走势策略的同时，尽量通过资产的多样化来降低收益的波动性。

图 1-5 和图 1-6 在尽可能实现传统策略与对冲基金策略低相关关系的基础上，建议投资者通过将一些对冲基金策略与 S&P500 和 MSCI EAFE 分别结合起来的做法，来降低风险和增加收益。（注意：各条曲线的两端之间表示的是对不同比例的对冲基金策略和指数相混合的评价）。

本章所做的基本介绍都表明对冲基金就收益率、波动性和多样化程度等方面来看，都是整个资产组合风险分散化的一种手段。不过这仅仅是开始，我们只是将“对冲基金”分成了几大类和一些子类别。简单的相关关系和波动程度指标会掩盖各种策略的特点、长期的变化情况、性质等各方面的深入考虑，以及最重要的一个方面——各位经理的性格特点，他们才是最终提供收益的人。有鉴于此，第 2 章将开始讨论这些问题。

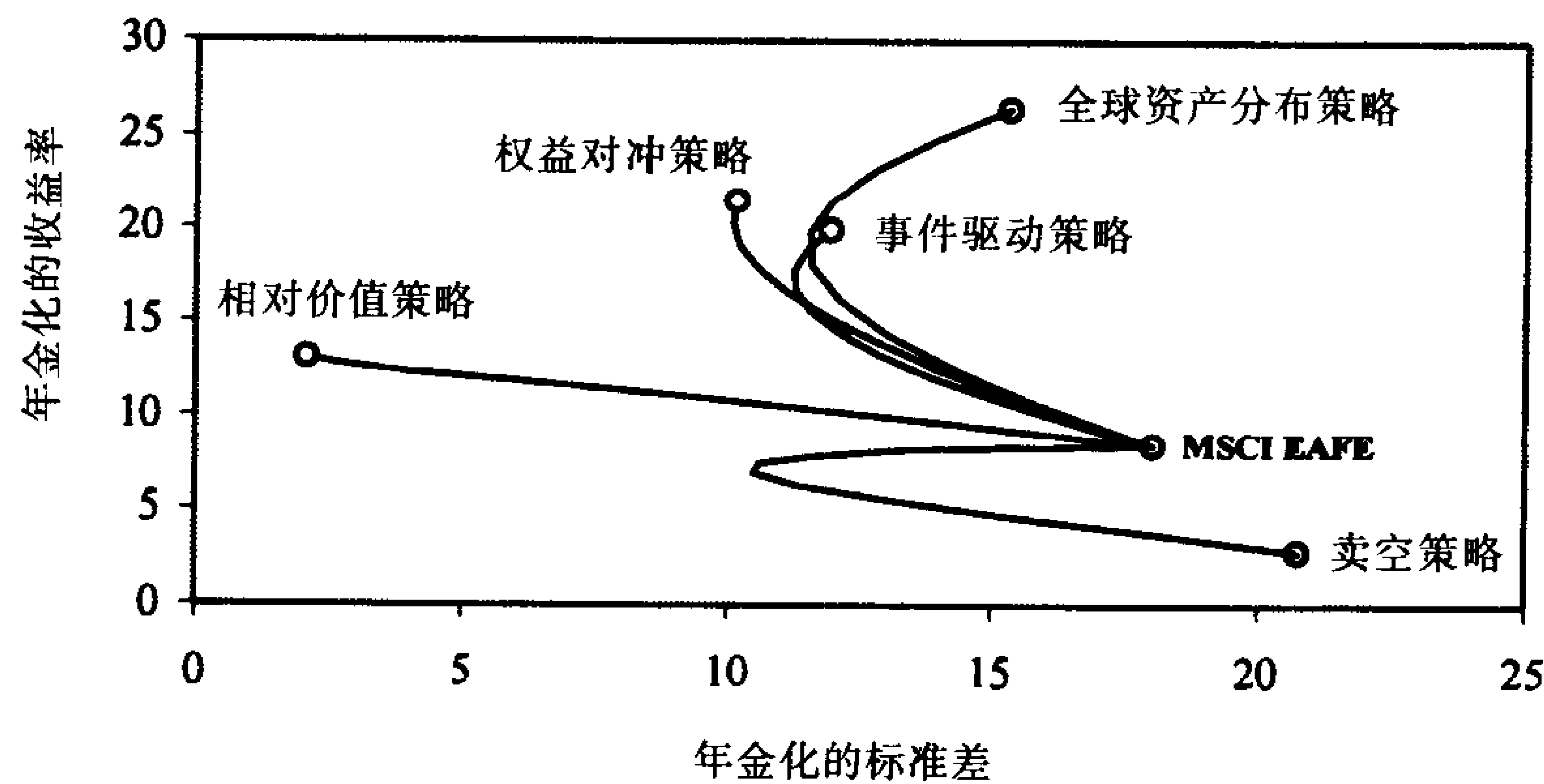


资料来源：EACM100 新型策略概况，标准普尔公司。

图 1-5　新型策略向美国股市分配资产数量的增加

10 年期，截止至 1996 年 12 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM 新型策略概况，摩根·斯坦利国际投资公司。

图 1-6　新型策略向国际股票分配资产数量的增加

10 年期，截止至 1996 年 12 月 31 日

总结与评论

1. 对冲基金并不排斥定义，可是它们兼收并蓄的特点使得它们与传统的资产管理机构不同，这种不同体现在它们的投资风格不是一成不变的。如果企图将对冲基金按资产规模来做整齐划一的分类，是办不到的。正如这本书里一再重申的那样，对冲基金的管理具有的无所不包和复杂精巧的特点，使得它成为那些老练的投资者投资的去向，这些投资者甚至甘冒投资血本无归的风险。

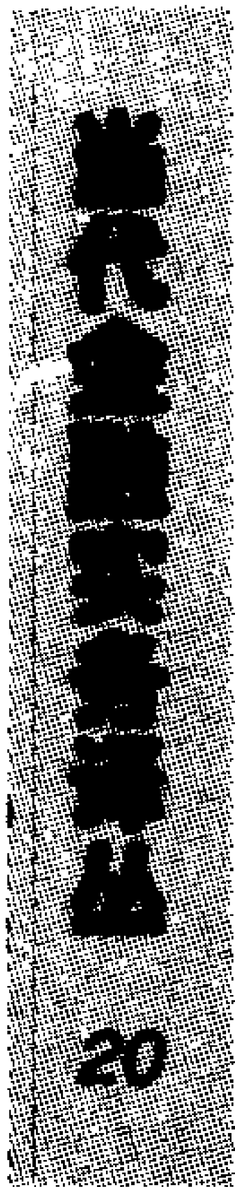
2. 相对价值型对冲基金与其说是一种对冲基金，不如说是一种“套期保值基金”（hedged fund）。尽管不是没有风险，相对价值型基金经理的收益率目标比起另外四种对冲基金经理的目标，野心要小得多。

3. 权益对冲基金和全球资产分布基金不是一回事，但就二者潜在的高回报率而言，它们与常人心目中的“对冲基金”形象最为相符。不言而喻，这些策略的操作过程肯定是有风险的，而且还带有神秘色彩。

4. 事件驱动型基金运用的策略则十分直截了当。流产的收购计划或者破产谣言都会使这类基金的日子很不好过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 卖空型基金的策略和目标更是一目了然，对市场走势的看法通常会左右对这一策略的选择。在牛市的时候，这种策略是市场的弃儿。



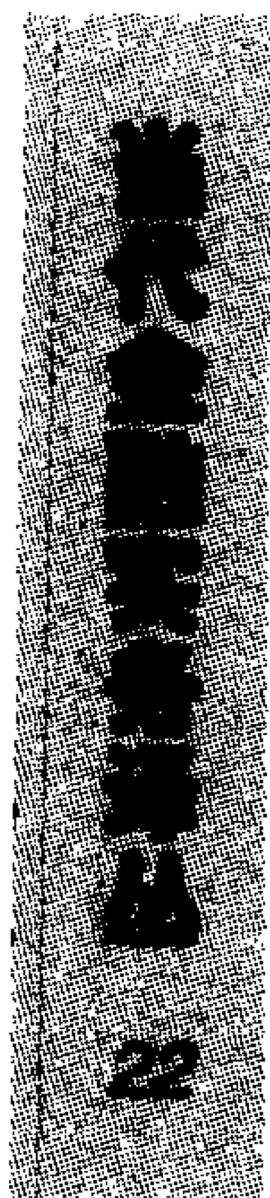
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 各种对冲基金策略的数量特征与性质特点

Quantitative and Qualitative Characteristics of Specific Hedge Fund Strategies

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有了第一章中关于对冲基金投资的宏观思考作为背景，本章将更进一步地就各种策略进行讨论，尤其是从收益、相关性和风险角度出发。任何投资决策都会包含对风险的估计，但风险也许是个最难以捉摸的概念。对于风险有许多历史指标和数量指标，然而它们都只是对过去进行了描述，而无视大量的非数量型风险因素，正因如此它们与未来的联系程度非常有限。用最简单的话说，风险就是某些“不好”的事情发生的概率，无论这些事情是诉讼官司、高级职员的离职、还是其他任何与流动性、政局、公众形象或是杠杆比率相关的事情。至于风险的来源，只须指出来源有许多并且时常发生变化、即使不是不可能也是很难度量的、重要程度会随时间变化等等就已经够多的了。但是，理解构成风险的因素却至关重要。对长期的波动性与收益率之间存在的密切关系加以识别当然是有用的，但要记住仅仅用收益的波动程度来定义投资风险是不够的。就定义上看，波动性是众多变化因素共同作用的结果。只有当我们可以准确地预测未来时，风险才会消失。而我们从来就做不到这一点。



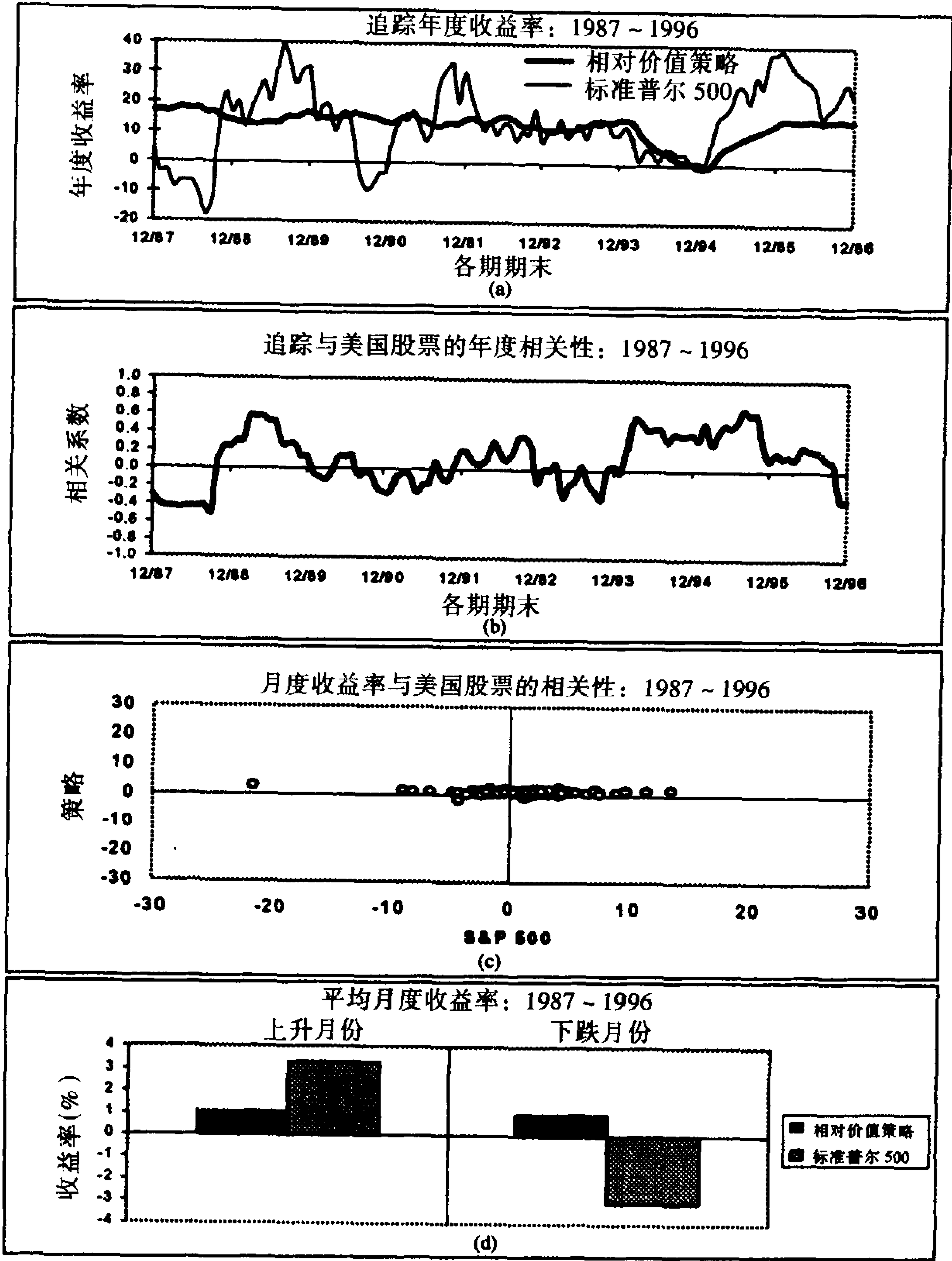
接下来，我们检验了一些与风险相关的更为定性方面的特征。我们首先从对各个对冲基金策略的数量特征方面的检验开始，我们的检验模式包括：年度收益率、与标准普尔500的年度相关程度、与市场的每月相关程度以及市场上下波动时的平均业绩表现。

各种对冲基金策略——收益率，相关程度与风险

相对价值型

图2-1a通过描绘每年的业绩记录，将相对价值型策略的收益率与S&P500的收益率进行了比较。相对价值型策略谋求的是收益的持续稳定性，从图中可以看出，这一点在所观察的时段内基本上都得到了实现。但是在1993年末和1994年初美国的利率出现了一段时期的严重紧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司。

图 2-1 相对价值策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缩，相应地对按揭债券（mortgage bonds），可转换债券套利行为以及杠杆交易都普遍造成影响。相对价值策略亦受到打击。可是从另一个角度看，1993 年到 1994 年的这段困难时期也有正面作用，它再次证实了相对价值策略并非无风险策略的这种看法。

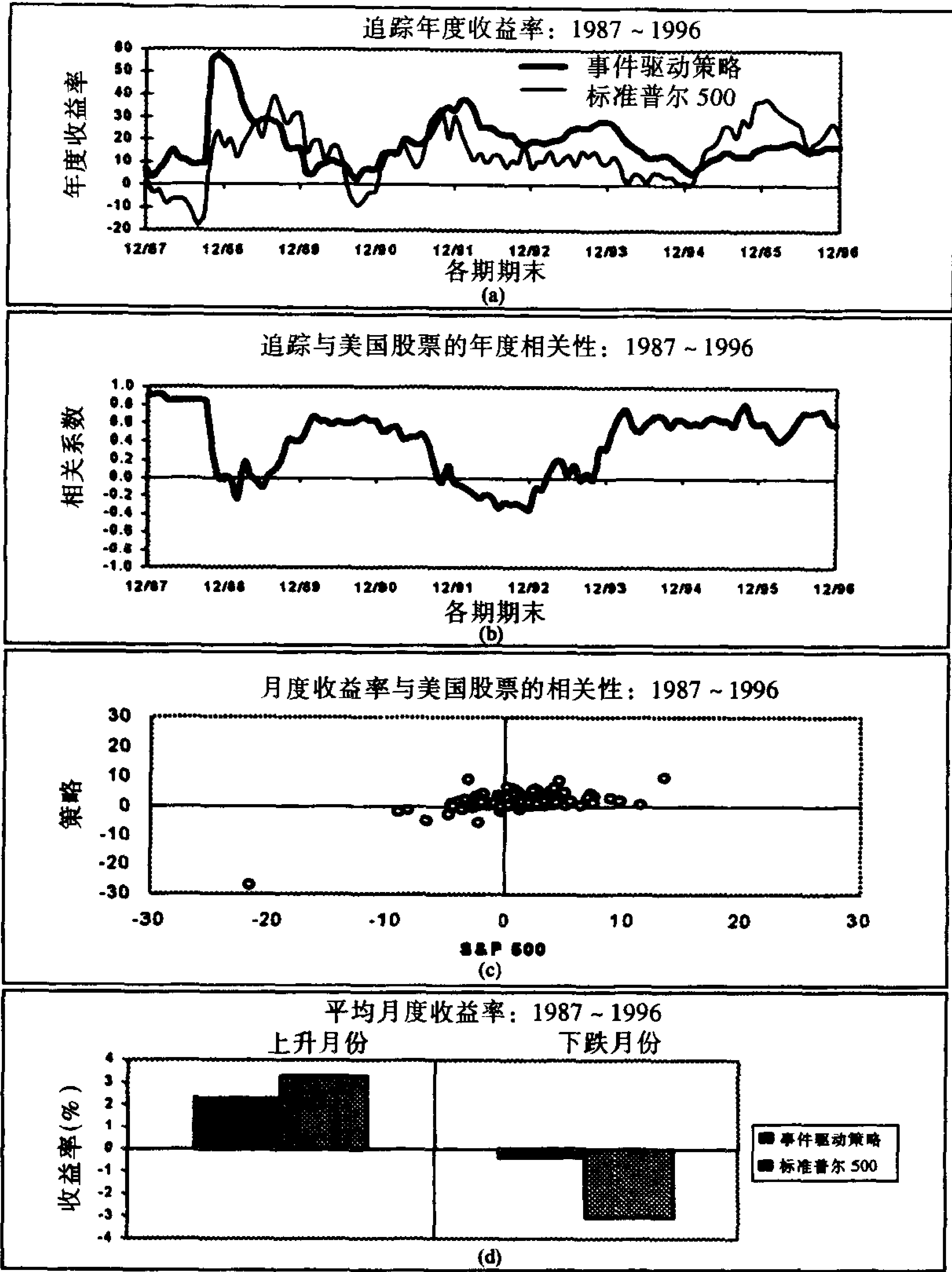
图 2-1b 则清晰地表明，相对价值型策略与市场的变动联系得并不紧密。事实上，考虑到相对价值策略收益的稳定性，与标准普尔 500 指数相关系数的起起伏伏主要反映的是指数自身的波动性。图 2-1c 反映的还是收益率的稳定性：无论市场怎么变动，相对价值策略的变动都极小。为了从另一个角度强调这一点，图 2-1d 描绘了相对价值策略在市场波动时期的平均业绩表现，这个指标反映出该策略在市场下滑时，维持收益率的潜在功能。

在相对价值策略和其他对冲基金策略内部又可以划分出许多子策略，这里我们就不再重复以上的分析。但要注意的是，各个子策略都在不同程度上与其他策略及传统的指数存在着收益率模式上的差异。

事件驱动型

从图 2-2a 中可以看出，事件驱动型策略有的时候表现为受市场的驱动（传统的，非事件驱动型的投资组合经理在市场出现大量收购行为时积极参与），有的时候是受一些巨额交易的驱动，有的时候则是受与交易行为无关的因素影响市场中一些小型交易行为上下波动的驱动。图 2-2b 描绘的相关系数则说明了，以往的事件驱动策略对市场波动的周期独立性。要知道这一类策略关注的是那些不连续的事件，比如突然宣布的合并行为或者是实质破产。相应地，市场上这类交易行为发生的次数也就独立于经理人的技巧之外，影响着他们的未来。如果某段时期内并购行为或是问题公司不多，这类策略的收益率就会下降。要记住 1987 年的那种非同寻常的收益率是不可能再有的了，因为敌意收购及其带来巨额价差的那个时代已经结束，取而代之的是更为友善的并购环境，这是全球经济协同化的一个特点。从图 2-2c 和 2-2d 中我们可以注意到，当市场出现上下波动时，事件驱动型策略与标准普尔 500 变动幅度都不是一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



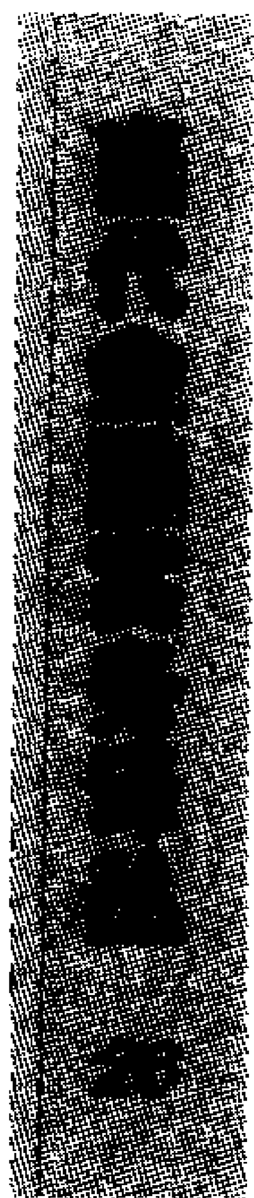
资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司。

图 2-2　事件驱动策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权益对冲型

图 2-3a 对权益对冲基金的以往记录做了很好的描绘。除了 1994 年以外（1994 年对所有的对冲基金策略来说都很困难，因为利率波动性较大，杠杆交易受到抑制），这类策略与标准普尔 500 的联系都非常紧密，只是波幅没有标准普尔 500 那么大。这种波幅较低的预期在很大程度上归因于投资者的价值取向，他们倾向于绝对或者是正的投资收益。权益对冲基金的核心投资者中，高净值个人投资者占绝大部分，而且一般的合伙人也有很大一部分的个人资产是与合伙企业的风险相关的。当然所有这些都不能保证不会出现负的收益率，只不过再把标准普尔 500 的业绩波动性作为比较指标，就没有重大意义了。在权益对冲基金看来，赚钱而不是亏钱远比跑赢指数重要。这个因素可能对近年来权益对冲基金的收益率与标准普尔 500 的收益率之间相关程度的不断降低起了很大的作用。（见图 2-3b）。股市涨得越多，合伙人可能就变得更为谨慎小心。正如图 2-3c 和 2-3d 说明的一样，当市场收益率上升时，权益对冲基金的收益率并没有随着上升那么多，而市场下跌时它也没有下跌那么多。



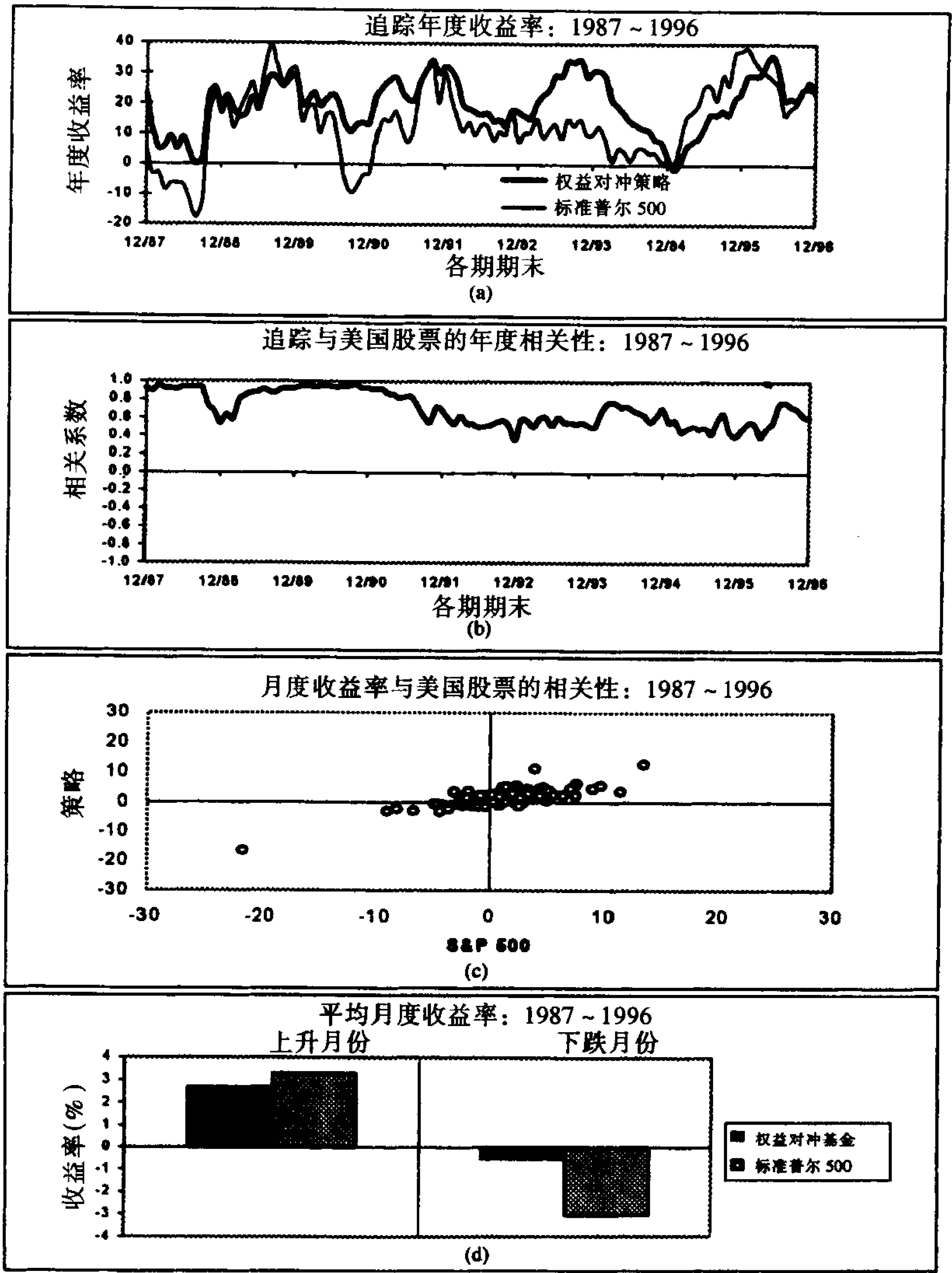
全球资产分布型

如图 2-4a 所示，全球资产分布型策略自成一家。它们在全球范围内投资，使用多种不同类型的投资工具，从股票与债券期指到互换、外汇远期、期权和实物资产。给人印象最深的是这种策略在整个观察期间与标准普尔 500 之间几乎没有任何相关性（见图 2-4b），这在各种对冲基金策略中是表现得最明显的。从图 2-4c 中可以注意到，当标准普尔 500 指数下降时，全球资产分布策略的收益率还常常是正值，而当标准普尔 500 指数上升时，收益率却可能是正值或负值。

卖空策略

有人可能会以为卖空策略的表现恰巧与标准普尔 500 相反，当一个走低时，另一个就走高；一个的走势偏往某个方向时，另一个的走势就是相反。尽管图 2-5a 似乎支持这种理论，但也存在许多例外的理由。比方说，许多卖空者卖空的股票种类要比标准普尔 500 中包含的少。如果他们卖空的是外国股票，或是非股票类资产时，情况又会怎样？如果他们只是将资产组合的一部分卖空，或者甚至是买空一些，又怎么样？卖

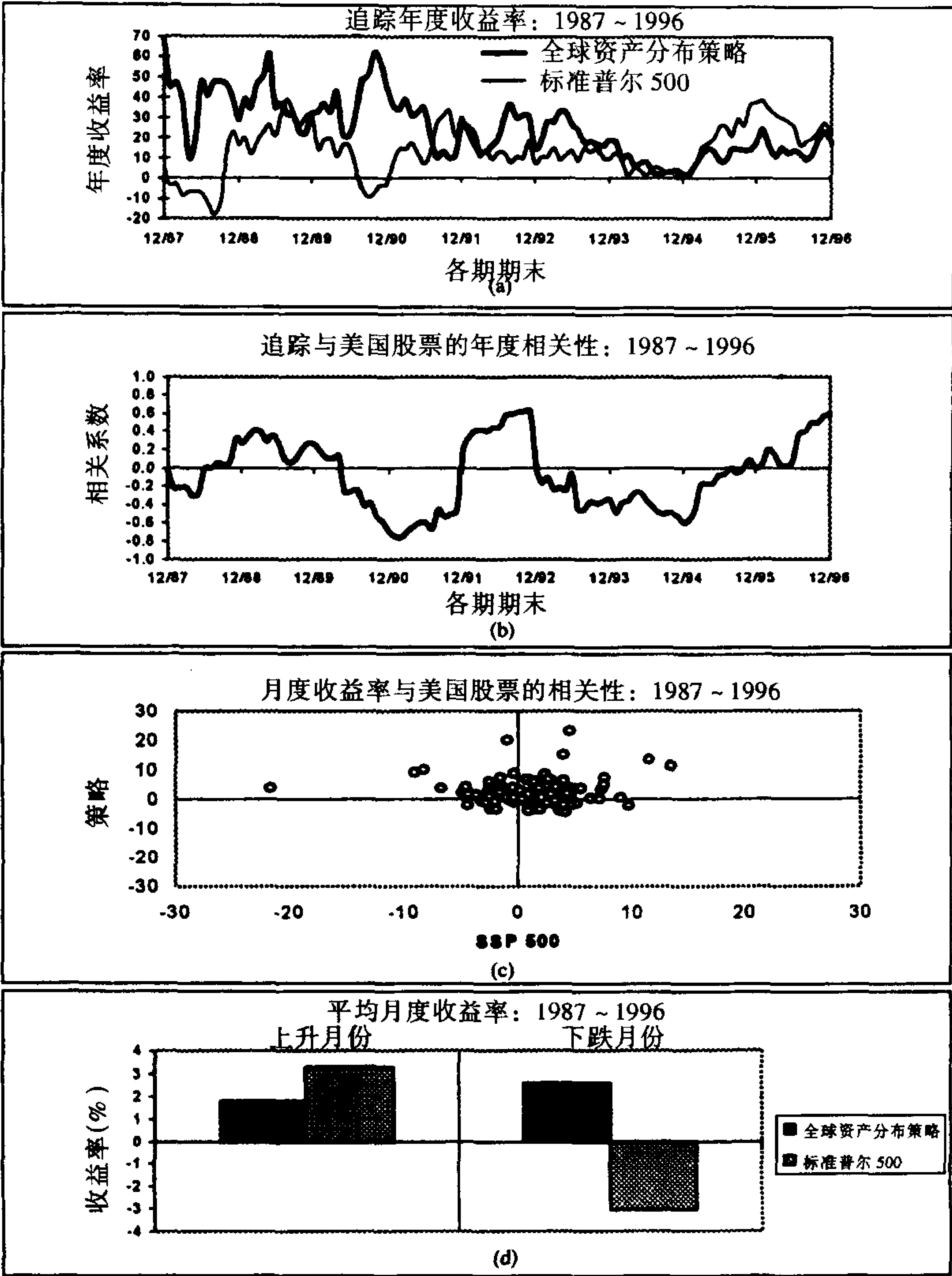
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司。

图 2-3 权益对冲基金

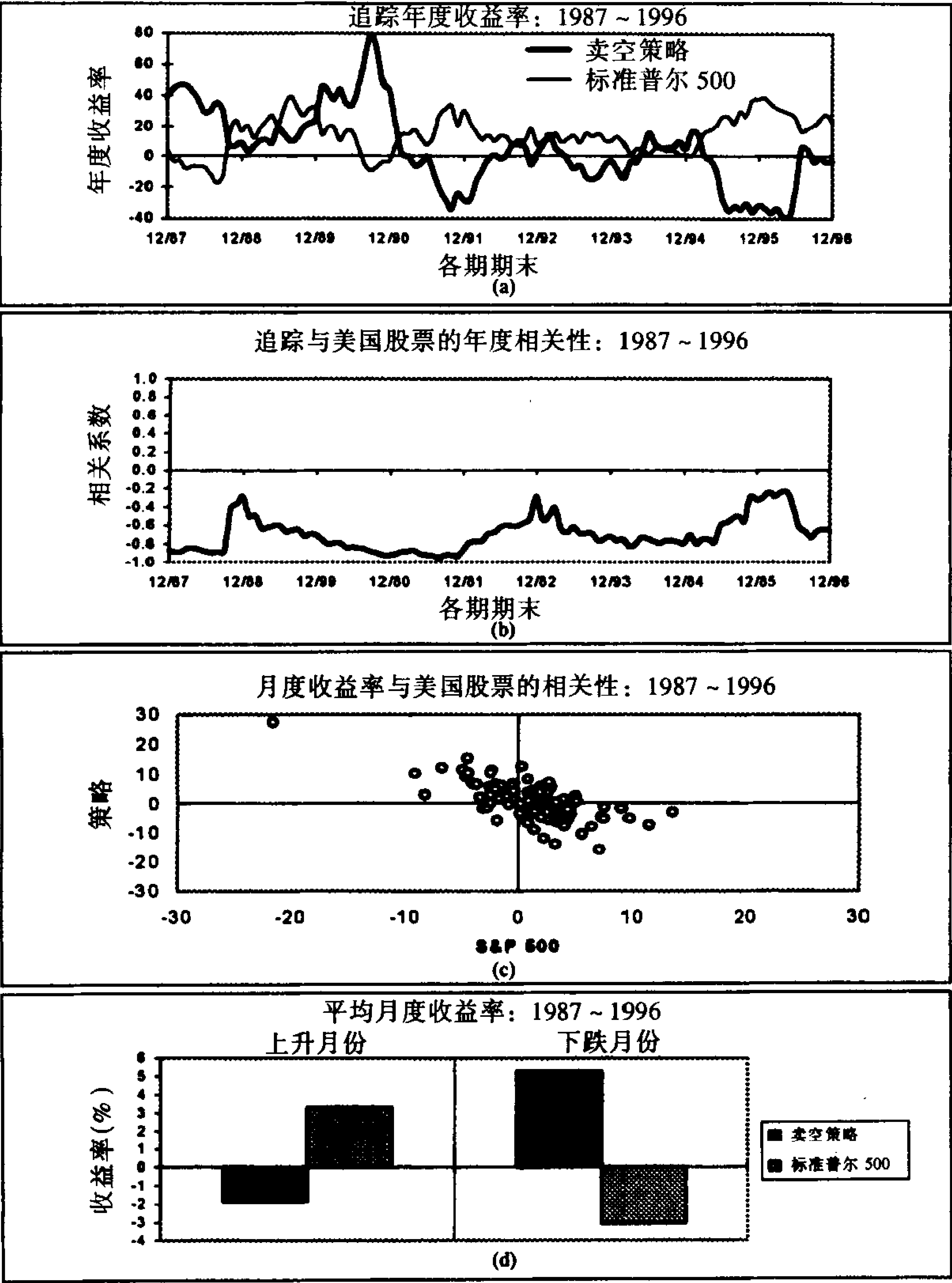
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司。

图 2-4　全球资产分布策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司。

图 2-5　卖空策略

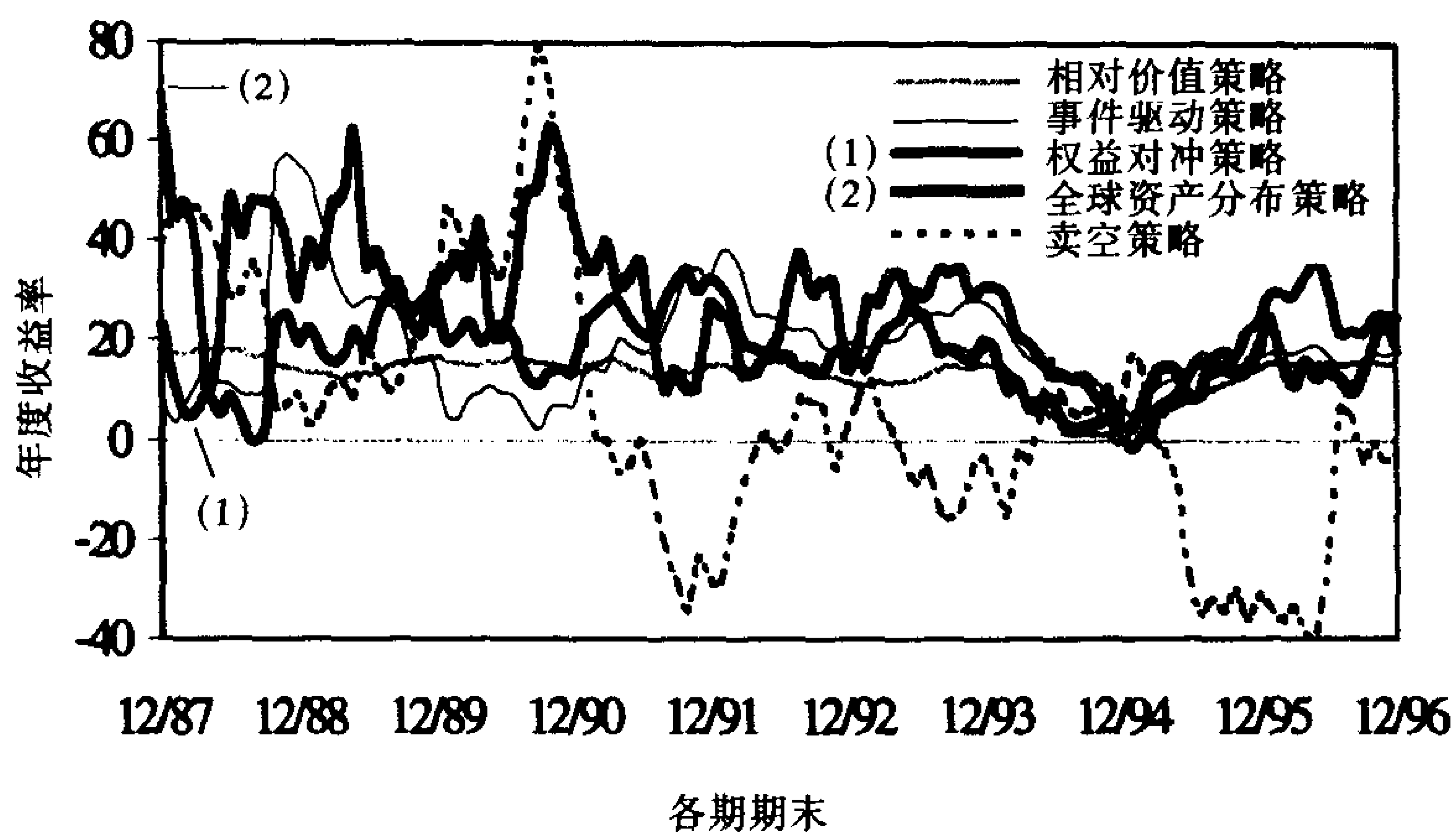
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空非标准普尔 500 成分股的趋势在很大程度上导致了过去几年中，卖空策略与标准普尔 500 指数之间负相关关系的削弱（见图 2-5b），此外，许多仍坚持卖空策略的投资者其卖空数量已经减少，以维持经营。正如前面提到的一样，投资基金推动下的牛市使得许多卖空者退出市场。

做多与做空之间的关系还可以从另一个角度看，如图 2-5c 中显示的一样，在同一个月之中卖空策略与标准普尔 500 可能是同涨同跌的。还要注意，市场跌幅越大，卖空策略收益率的放大效应就越明显，看一下在观察期内市场上下波动时的平均业绩表现（图 2-5d），可以看出当市场下跌时，平均收益要大于市场上升时的平均损失。

业绩评价指标概述

作为一种评价方式，图 2-6 和 2-7 对五种对冲基金策略的业绩进行了概括，采用的指标是 10 年期的年度收益率和累积收益率，后者还包括与传统指数的对比。一般来说，对冲基金策略之间表现各异，与传统的美国权益资产组合也不一样（权益资产组合与指数的相关性很强），因此，如果与传统的权益管理方式按一定比例配合使用，对冲基金策略



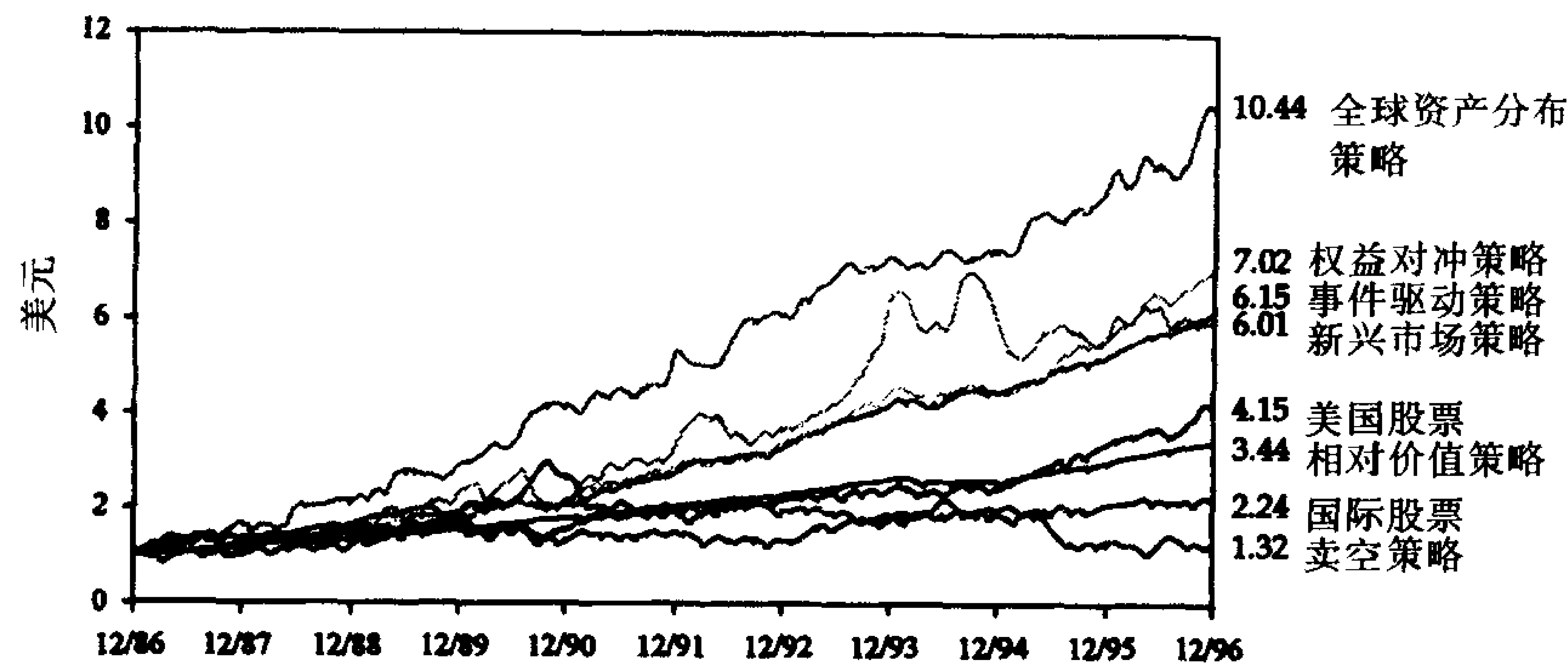
资料来源：EACM 新型策略概况。

图 2-6　新型策略

追踪年度收益：10 年期，截至 1996 年 12 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

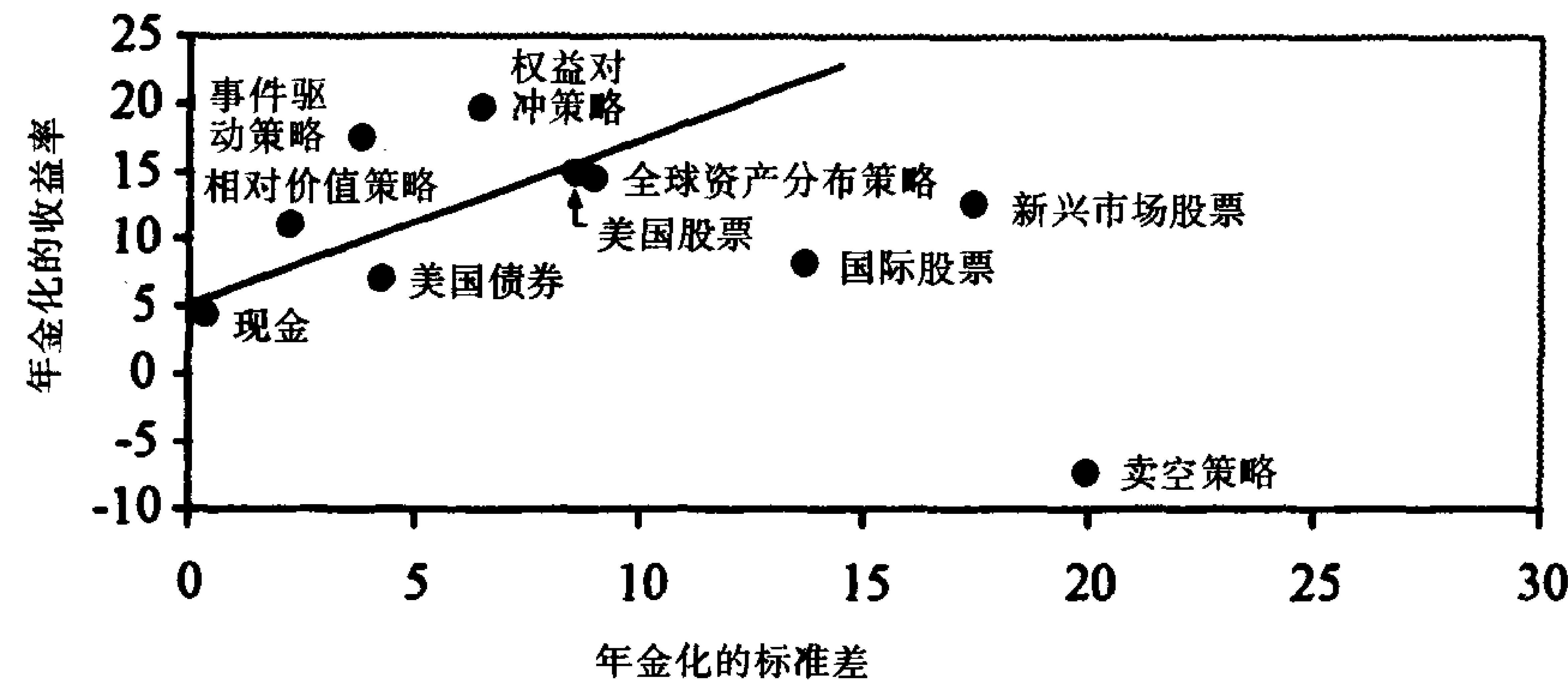
可以起到资产多样化和降低风险的作用。



资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司，摩根·斯坦利国际投资公司。

图 2-7　一美元投资额的增长情况

10 年期，截至 1996 年 12 月 31 日



资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司，摩根·斯坦利国际投资公司，雷曼兄弟公司，美林公司。

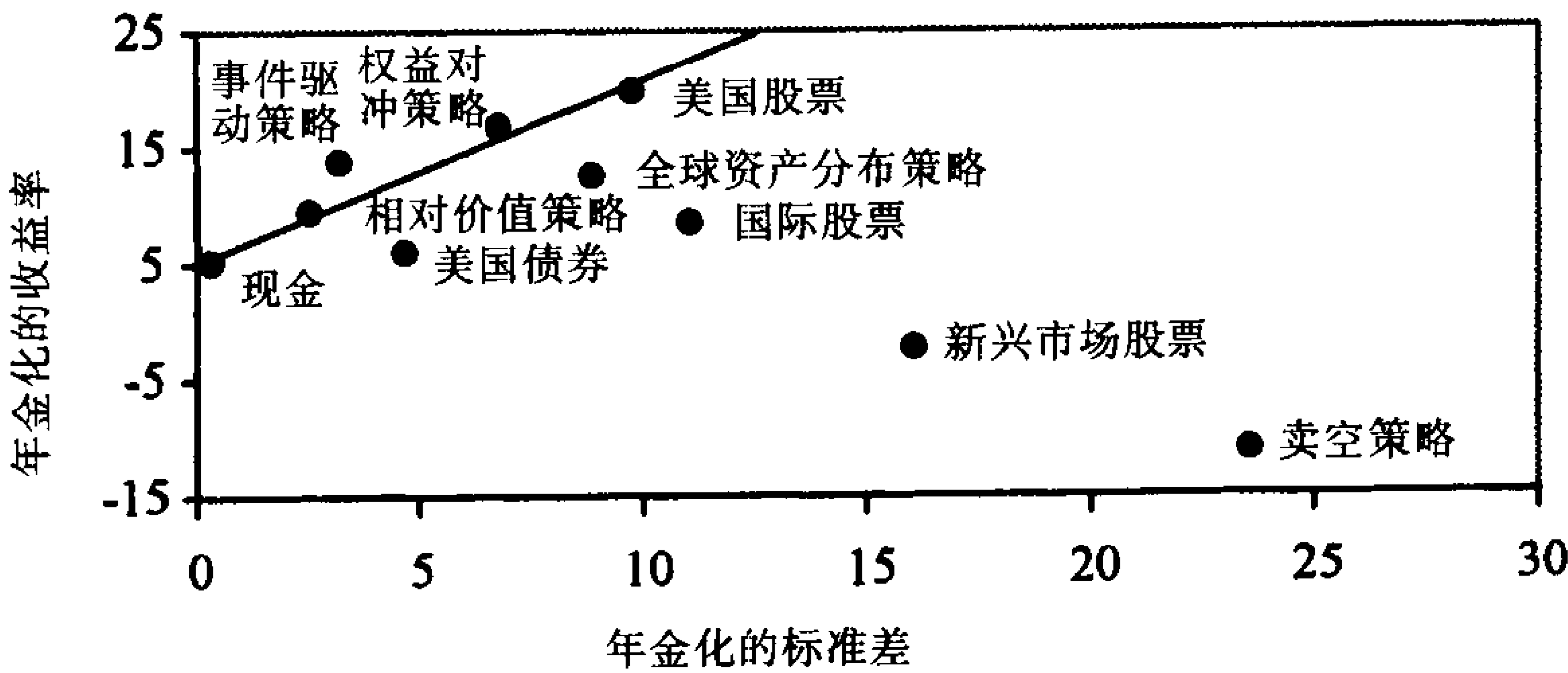
图 2-8　风险/收益特征

5 年期，截至 1996 年 12 月 31 日

在我们就要结束关于对冲基金数量方面特征的讨论时，有两条说明是应该注意的。第一，这里得到的结果只是观察时段内的一个函数，图 2-8 和 2-9 已经明确显示：在不同的观察时期，风险/收益的特点会有所变化。第二，这里进行的分析针对策略的平均表现或综合情况而定，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

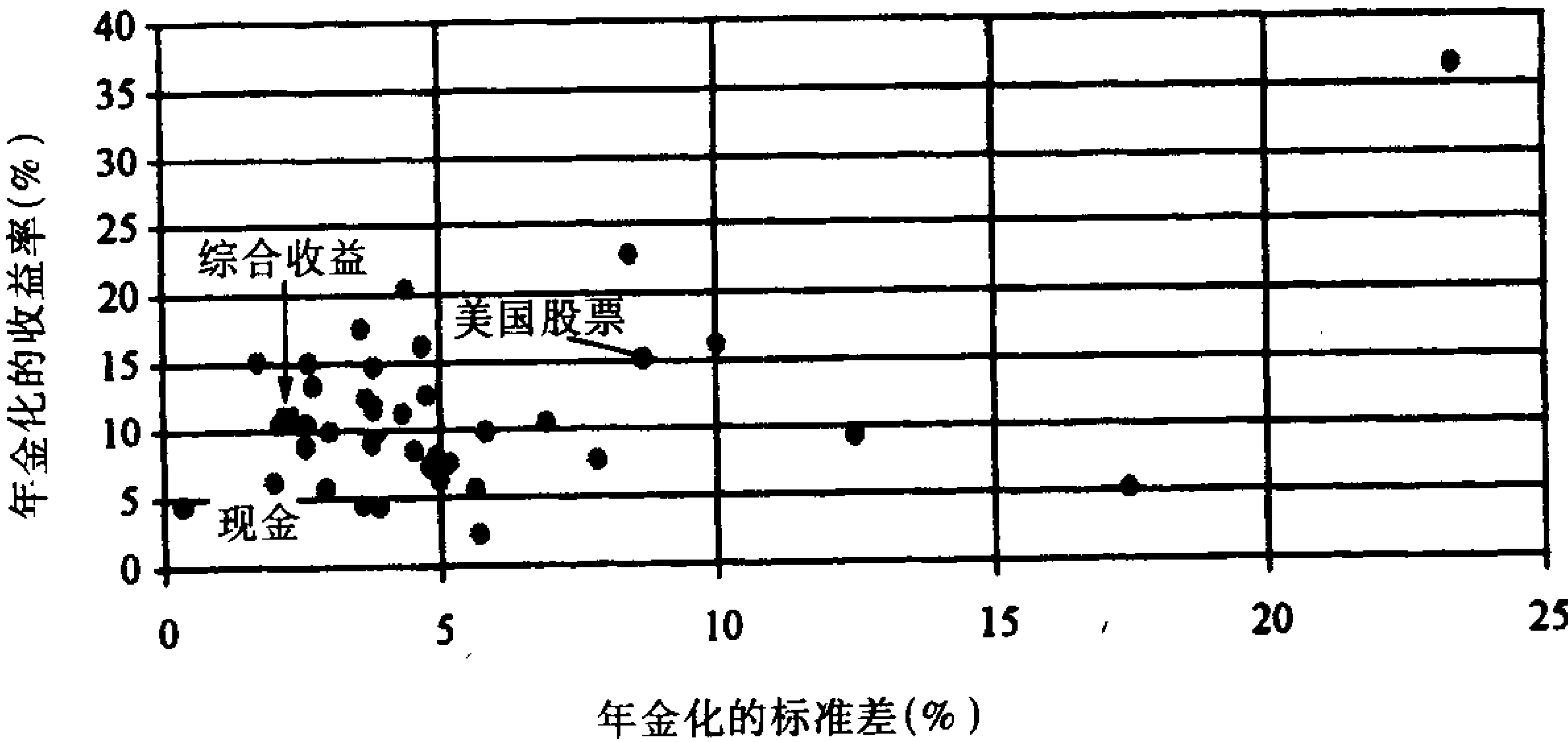
这会掩盖单个经理的特点。图 2-10a 到 2-10e 就说明了，各个经理围绕每种策略的综合风险/收益特征在行为上会有很大差异。



资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司，摩根·斯坦利国际投资公司，雷曼兄弟公司，美林公司。

图 2-9　风险/收益特征

3 年期，截至 1996 年 12 月 31 日

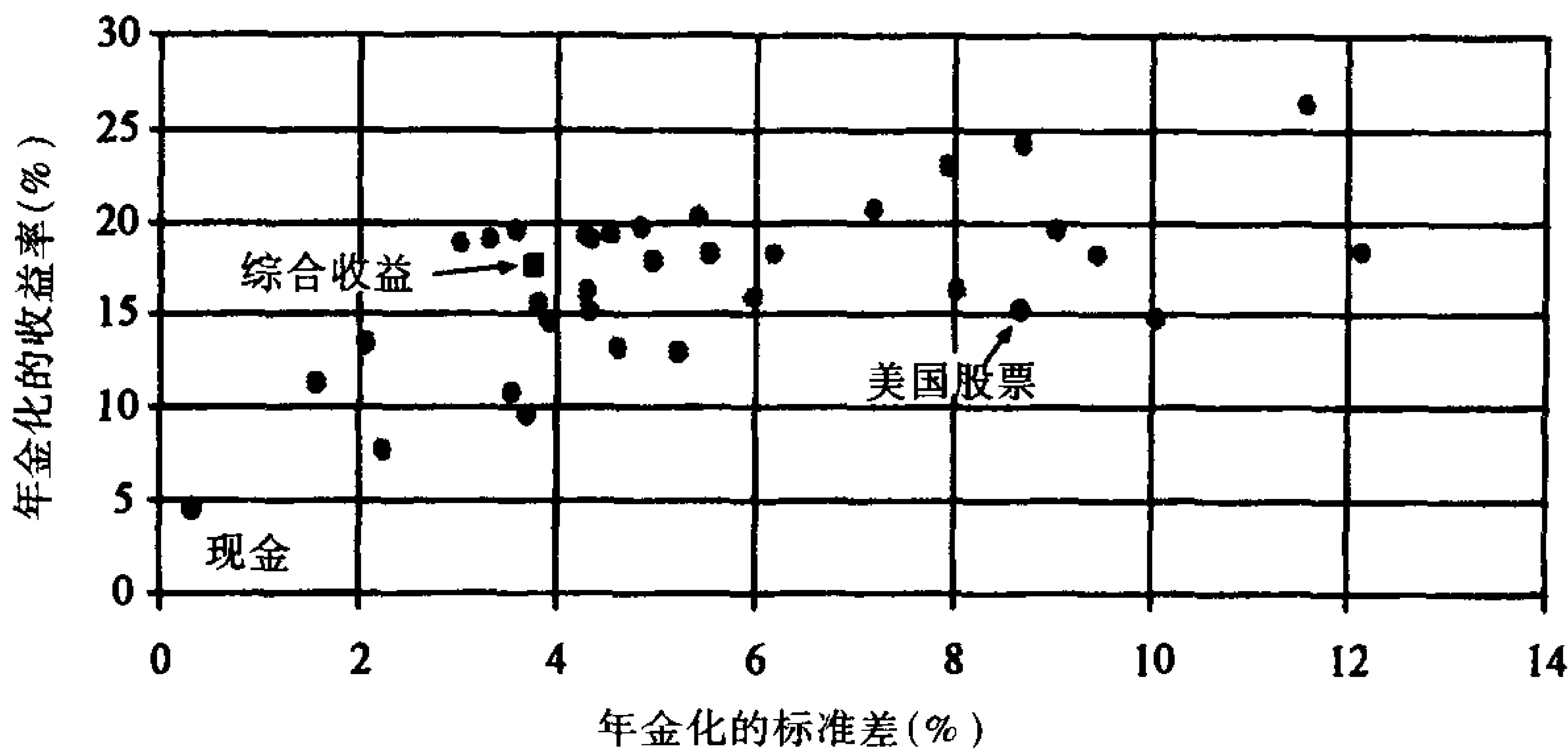


资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司，美林公司。

图 2-10a　相对价值策略概况

历史风险/收益特征：1992 年～1996 年

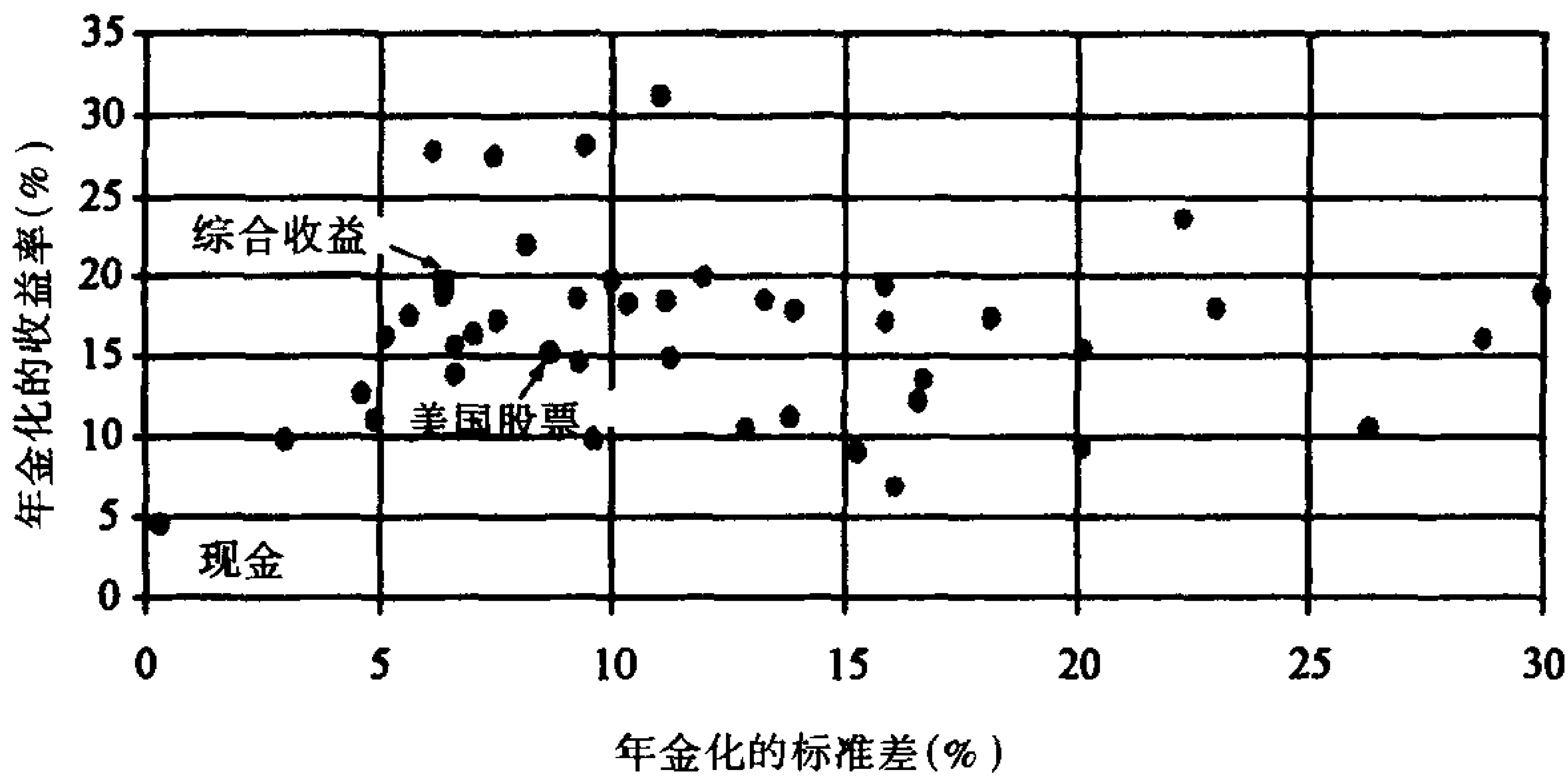
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司，美林公司。

图 2-10b 事件驱动策略概况

历史风险/收益特征：1992 年～1996 年

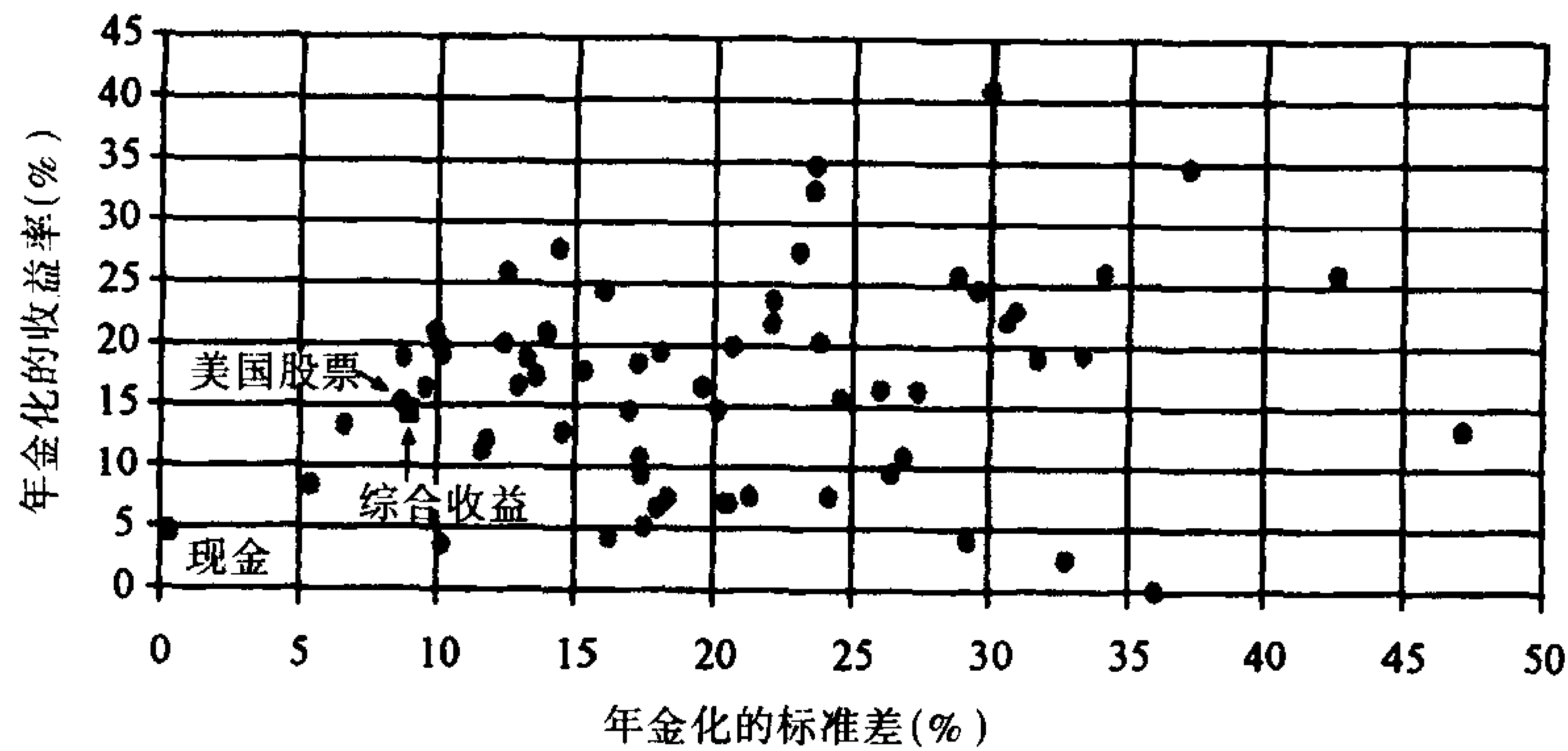


资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司，美林公司。

图 2-10c 权益对冲基金概况

历史风险/收益特征：1992 年～1996 年

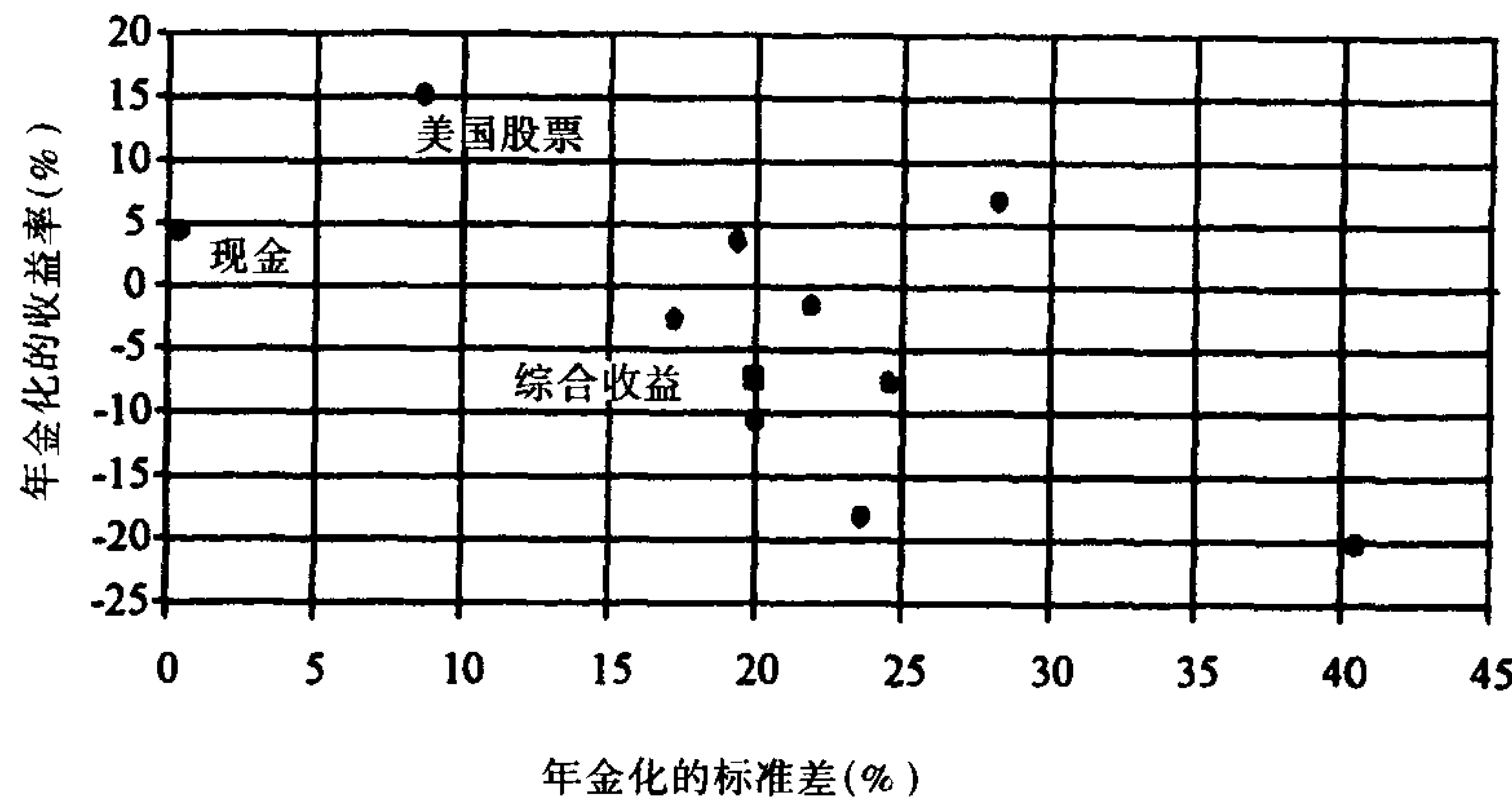
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司，美林公司。

图 2-10d　全球资产分布策略概况

历史风险/收益特征：1992 年～1996 年



资料来源：EACM 新型策略概况，标准普尔公司，美林公司。

图 2-10e　卖空策略概况

历史风险/收益特征：1992 年～1996 年

风险的性质特征

在此之前，谈到风险主要就是指一些量化的指标，比如标准离差，标准离差计算的是一系列历史收益率偏离平均收益率的程度。（标准离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差越大，收益率的波动程度也越大，隐含的风险就越高）。接下来我们来考虑一下一些会影响资产种类与选择的风险特征，尤其是一些对冲基金特有的风险。

人力误差

从传统投资方式到新型投资方式，有多种不受约束地运行的有关常数，人便是其中之一。我们可能是所有风险因素中最大的一种，因为我们十分善变，受到我们所处的信息时代巨大压力的驱动。由于我们生活节奏的加快，我们不断地被要求对各种刺激因素及其对我们的投资事务可能造成的冲击做出反应，无论是积极反应还是消极反应。因此我们自身就是一项风险因素，难以预测且极不稳定，简单来说，我们都求诸许多变化的但却是外部的投资未知数来确定风险程度，而我们自身可能就是多种因素中最重要的一项。我们不就是最终的决策者吗？

有的人试图以长期的投资视角为标榜来把自己区分开，理性化地认为只要目光放长远一些，他们就可以经受住逆境的考验。这是一种伟大的理念，我们应当支持，但是各种质疑都在动摇我们的决心："市场现在不同往日了""我们的境况不好，世界看起来也比较萧条""我们作为退休基金或赠予基金受托人的角色正在终结，在我们的关注下，不应该发生什么坏事情。"冷静的客观态度是不多见的人类特征，长期的投资视角这种标榜常常只是个传说，用它来对待逆境也不是无懈可击的。

最后一点，有的人就是单纯地认准低风险的投资，而其他人则表现得更富有进攻色彩。因而有的人也许会永远不投资于对冲基金，令人惊奇的是，这些人中的许多却对投资于风险资本或杠杆收购交易处之泰然，这可能是由于关于投资行业的公众教育环境对于一些投资方式或投资者要比对另外一些更有影响，（第 8 章讨论的就是对冲基金与其他新型投资方式相比的一些优缺点，这些优缺点会影响投资者的思路和决策过程）我们每个人都需要把我们的知识与经验运用到决策过程中，尽可能消除各种先人为主的想法与偏见。只有当心胸开阔，注意力集中，并牢记投资是一门严肃的事业，光荣只属于胜者时，才能做出最佳的投资决策。

投资本身

任何会带来潜在收益的投资都隐含着潜在的风险，有的人可能会认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为这只是相对存在的，事实上任何投资，无论是传统型还是非传统型，是一边倒的交易还是对冲了的交易，都内含着风险，这种风险是投资头寸本身必有的。

作为资产组合中的一项而购入的股票，无论它是对冲基金还是投资基金购入的，都会含有市场、部门及其所代表的某个公司的风险；同样道理，无论债券的购买者是谁，债券都会含有市场、期限、发行者所属部门、发行者信用等级的风险，不管投资项目的类型或者名称是什么，也无论是谁在做决策，遇到的问题都是一样的：公司会不会破产？它能实现每股盈余目标吗？管理层称职吗？公司能否按期支付债券利息？美联储会不会提高利率？

估值也是这个复杂过程中的一个因素，尽管对于估值有各种不同的阐释，它在估计风险程度方面还是起了很大的作用。比方说，按每股盈余四倍的价格购入股票，就要比按五十倍价格购入的风险小一些，当盈余/利息比率是 4: 1 时购入债券，就要比 1: 1 时购入风险小一些，而市场本身和对市场部门的估值都会增加这一过程的复杂性。

在关于什么因素构成了高或低的内含投资风险这个问题上，投资业内人士存在很大分歧，参与者会说："是那些造市因素。"对于观察家来说，投资风险似乎是最为基本的风险，但又几乎不可能进行衡量，更不用说通过达成一致意见来确定风险了。对于内含风险讨论最多的就是各种构成风险的因素，包括那些本章要讨论的因素。总的来说这些因素都是值得研究的，然而可操作性不强。

经院派或者是数量型的观察家会认为：所有构成风险的因素，最终都会反映到投资工具的价格走势上。如果时间足够长的话，高风险最终会带来高收益，反之则反是。他们的观点对于传统型资产可能是对的，但是非传统型或者新型资产的价格走势就未必如此了，出于种种原因，价格走势既反映了各种策略兼收并蓄的特点，又反映了对冲基金投资特有的风险因素。在我们研究这些问题以前，应当记住：过去的评级结果和标准离差总是确定的、回顾性的；而对未来收益与风险的估计则是不确定的，前瞻性的。

现在我们就开始对一些风险因素进行不甚全面的讨论，这些因素在一定程度上是对冲基金特有的。我们之所以说"一定程度上"，是因为这些因素中的大多数都可以在其他投资环境中找到，但都没有像在对冲基金中包含的那么全面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖空

卖空既可以降低也可以增加风险，前者是一种套利保值技巧，后者则是一种单方向的赌博。实际上，多数对冲基金经理把卖空视为一种“减压器”（reducer），因为空头经常是与不相关的多头结合在一起使用的。可即使是出于降低风险的目的而卖空，结果也可能适得其反。举例来说，1994 年可转换债券对冲投资者的日子很不好过，因为当时债券市场疲软而股票市场强劲，在那种形势下，对冲了的资产组合比没有对冲的资产组合表现还要糟糕。

卖空手法存在的问题的确不少。除了空头走势可能与预期的相反之外，问题还有：尽量通过对冲多头或空头来减少负的收益，就可以带来利益，投资组合仍有持有多头或空头的偏好，而这种偏好往往决定了业绩的好坏。卖空通常是投资经理对其希望下跌的市场、部门或特定公司所下的单方面的赌注，只有相对价值策略和其他一些专门设计的对冲头寸例外。

卖空行为还见不得光，因为它与买空不同，买空（做多）当其价值下跌时风险也就减少了，因为它的价值在整个资产组合中的比重下降了，而卖空当其价值下跌时风险变得更大了。如果你卖空一种股票，其价值上升了（于你不利），股票在资产组合中的比重也就增大，从而增加了风险。

此外，空头还是一种杠杆手段，因为你卖空时不需要拿出资本金。你只需要拿出抵押品，借来证券然后将它出售，技术性卖空并不是杠杆手段，但它的确包括融券，而且所得利润有限，潜在亏损无限。如果卖空的证券价格下跌到零，你就是吉星高照了。万一证券价格涨了两倍或三倍，而你没来得及在此之前平仓的话，大祸就临头了。

杠杆手法

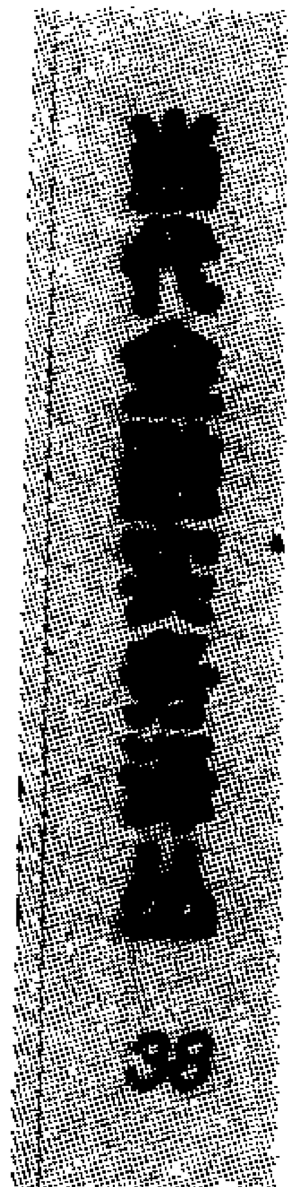
杠杆手法涉及到借钱去进行投资。如果你赚到的钱比你的借款成本多，交易就合算，如果少，结果可能不堪设想，为什么？因为你的存储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本（cost of carry）*，内嵌在交易当中，所以你的基础投资成本（base investment cost）是零，或者说实际上是负成本。按照这样完全推导下去，无论你的收益率是正是负，其潜在值都几乎是无限的。

举个例子来说明杠杆率的风险，假设你拥有 100 美元的投资组合，又借了 100 美元投资于完全相同的资产上，总的投资额就是 200 美元，如果你的投资组合价值下跌了 50%，你就会破产，因为股票经理人会拿走你原有 100 美元投资的余下部分来抵消你的债务。

对于杠杆率的另一种误解，是认为在市场不利的情况下你仍有能力维持杠杆率。只要资产组合的价值足够支付你借的债务，经纪人就可以借钱给你进行投资。但一旦他们觉得贷款的偿还堪忧，他们可以不经你的同意就单方面把你的抵押品打折或出售，以保全他们的利益（出于这一点和其他许多原因，所以说对出色的对冲基金后勤部门与主要经纪人的要求怎么样也不算过分）。



在对冲交易中杠杆率的作用似乎更大，你可以利用同类证券之间关系的异常变化来赚取利润（相对价值型对冲基金），要知道以前有段时间里无风险的交易是存在的，而今天就不可能有了。比方说 25 年前你还可能在一家交易所以每股 100 美元的价格买空 IBM 的股票，几乎同时又在另一家交易所以 99 7/8 美元价格将它卖空——这笔交易显然利用杠杆率非常合算，许多经纪公司过去在这方面都取得了巨大成功，而且该过程所需的资本很少甚至没有。今天随着信息的瞬间传播，这种 IBM 股票型交易不可能再有了。你只可能买空一种政府债券，然后卖空另外一种期限相近的政府债券，或是买空 IBM 公司的可转 换债券，然后卖空相近数量的 IBM 股票，利用借来的资金一遍一遍地做这类交易。利用借来的钱进行投资，这种做法背后的把握和/或信心是得不到保证的。一旦信心丧失，杠杆率只会放大风险和（仅仅是潜在的）收益。

如果你是一项免税（tax-qualified）退休基金或赠予基金的受托人，那你就要对“营业外应税收入”（unrelated business taxable income——UBTI）保持高度的敏感。如果你掌管一项免税基金，你的投资收益无

---

* 存储成本又称为“储备成本”、“净融资成本”（net financing cost），指的是融资成本(r)与资产的现金收益率(y)之间的差额(y－r)。正的存储成本表明收益高于融资成本，负的存储成本表明收益低于融资成本。——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须纳税，但你借入资金来提高收益，提高的那部分收益就要纳税。大多数的免税基金或组织一般都讨厌做纳税申报，所以它们要么通过做直接投资，要么通过参与运用杠杆率的对冲基金的办法来避免直接运用杠杆率，如果这些对冲基金属于离岸型(这种公司组织形式十分常见)那么作为一家运用杠杆率公司股东的免税基金就无需公开其“营业外应税收入”。也许还有其他避税途径，但这里只需要指出：杠杆收益对于美国免税投资者来说，是应该纳税的。

杠杆手段也为提高借入资金的收益率提供了一个机会，但这样做（尤其是杠杆率很高时）也存在着崩盘，也就是资本损失殆尽的可能性。在对冲基金行业这种事件时有发生，原因各异，但要强调的是，杠杆手段会对收益率产生很大的迅速提升或下降的压力。

人们常常以为，只要将传统资产经理常用的挑选标准运用到对冲基金业务中，就不会有什么问题。他们似乎忽略了杠杆手段本身以及经理人如果疏忽大意所产生的问题，杠杆手段的形式有很多，对于我们而言其本质就是风险，如果杠杆率是多种因素之一，可得当心，不要仅仅从借入资金的标准来看待它，还应该注意使用的衍生工具的形式。

流动性

一般来说，对冲基金允许新的资产按月或按季投入基金或其他金融工具。资金的退出也可以是按日、按季或半年一次退出，但多数是按年度退出。结果是你退出基金的权利可能被限制到在每个日历年度的年末，市场上的突发事件和引起你做出改变投资对冲基金决策的个人环境，与这个日子可能重合或者不重合。当投资者退出对冲基金时，基金的合伙人可能会进行“实物分配”（distribution in kind）也就是说，退给投资者的可能是金融工具而不是现金。

有的人认为投资者退出基金的机会越小越好，因为这会有意或无意地延伸他们的投资眼光。而在现实当中，流动性不强，或者换句话说——资本拥有者有限的退出权利，并没有削弱风险，反而增加了风险。

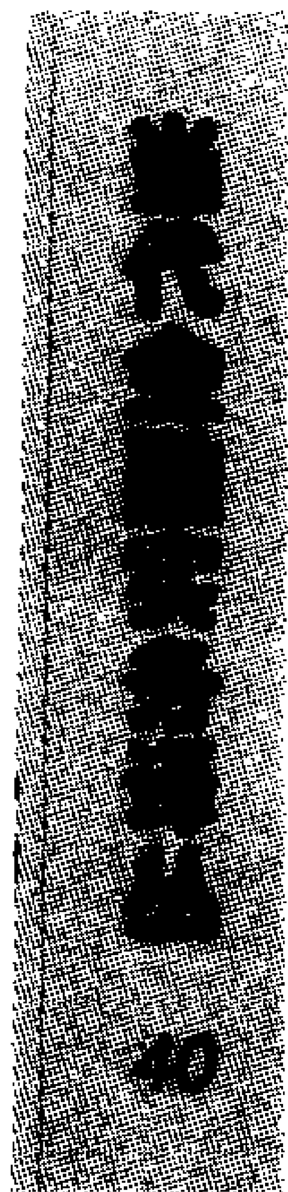
主要合伙人

如果你是以有限责任合伙人的身份投资于合伙企业，一般要签署一份合同，将几乎所有的决策权都移交给主要合伙人或称主管合伙人（managing partner）。尽管你的潜在负债以你的投资额为限（哪怕合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的亏损超出了权益资本），你最终还是完全依赖于某个人的判断能力、工作习惯、健康状况、他对收益率的追求目标以及对风险的承受能力。在推销宣传与合同实际所描绘的情况之间会有很大差异——这倒不是因为有意的误导，只是因为这些材料出自不同的人之手。宣传材料里主要合伙人应该如实地告诉你他将要做什么。而当律师完成法律文件时，投资策略的可能性就变成了“可能是也可能不是无限制的”，投资结果也变成了“可能会也可能不会”是好的。就法律行业平心而论，我们已经营造出一个“诉讼社会”（litigious society）来开展业务，主要合伙人的要求也是合理的，他们为了处理未来的不确定性，希望尽可能得到全面的授权。

要仔细地阅读所有提供的材料（你也必须声明你已经仔细地阅读过），但在参与的时候，就应该尽可能给予主要合伙人全面的，审慎地管理你的投资的权力。在接受麻醉以前你也会与主刀大夫这样做的，但是你还顾得了其他许多事情吗？



监测对冲基金

关于对冲基金投资组合情况一般所知甚少，除非主要合伙人主动透露情况。通常基金业绩表现会按季（有时是按日）传达给有限责任合伙人，但是经过审计的收益率报告只能按年度提供，而且要在日历年度结束几个月之后。不幸的是，在此之前你就需要决定是否“再服兵役”（re-up 喻指维持在合伙企业的投资，这项决定通常要在日历年度结束前 30～90 天内做出）。

在最后这项分析上，你在很大程度上依赖于与主要合伙人之间的信息沟通，犬儒主义者会说：“你这是在与虎谋皮”。更为客观一点的做法是选择一位你所能找到的最好的基金经理，给予他许多决策上的自由，并对投资结果抱有信心，也不必进行监管，除此之外有一种作法就是为你的资金单设一个账户，授予基金经理审慎交易的权力，但你可以每日检查资产组合的情况（要注意单设账户的前提是你的资金量很大，不过这样一来对于资本所有者来说，崩盘风险就成了一个问题，因为负债可能超出投资的金额）。

即使你可以实现对基金资产组合的实时监控，也应该对基金资产组合的潜在复杂性有充分的认识，主要合伙人可能认为买空 A，卖空 B 是一项对冲，而你认为不是。同时也要知道，作为一名有限责任合伙人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使你得到关于资产组合的信息，你也无权进行干预。即便你可能实现对资产组合和风险的监控，这可能也构成不了对风险的控制。

本章和其他各章所讨论的各个领域包含了一些关键因素，这些因素共同构成对冲基金的投资风险。应当注意这些因素中有的并不是对冲基金所特有的，有的因素也不是与对冲基金资产组合的金融工具有着特殊联系。后面的这些因素，只是在几乎所有新型的资产类型中比传统的资产类型有着更重要的作用。这也是对冲基金在投资领域的神秘之处。

人们怎么会对一项本质上并非如此的事物形成一种均衡的、自我监管的印象呢？把你的钱以一种复杂的方式交给一个你认为“最称职”的人去管理，他有权利用各种工具进行投资，这种做法就像是在利用闪电的能量。这样做不仅需要理性的评鉴听证，还需要对未知的事物抱有极大的信心——这种事物以“高风险”而闻名。

总结与评论

1. 对各种对冲基金策略的详细分析，进一步证明了各种策略之间及其与传统的资产类型之间相比存在的不一致性。

2. 有些风险因素相对而言为对冲基金所特有，如卖空、杠杆率、流动性以及有限责任合伙企业结构。这些因素都很复杂，需要特别注意。即使是精明的投资者在进行深入的评估，这些因素依然是相对较新的领域。

3. 风险通常与收益是成比例的，因此要取得预定的目标，解开风险之谜至关重要。解决之道就是各种因素的融合。

4. 如果投资者能从传统的权益投资得到 15 % 的年收益率，就会出现这样一个问题：究竟是不是有必要探索对冲基金这个领域？尽量在过去的 15 年里传统的权益收益率令人瞩目，但从长远来看，收益率将会下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章
谁来管理对冲基金？谁投资于对冲基金

Who Manages Hedge Funds? Who Invests in Them

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理人的特征

许多人心中的对冲基金经理形象是个来自古老西部的挂枪牛仔，与几乎是不可战胜的市场在进行拔枪对决比赛。这种具有迷惑力的形象唬住了许多投资者，使他们觉得对冲基金经理具有某种他们永远不可能有的优势，更甭说了解这种优势了。不管是出于胆识还是睿智，典型的对冲基金经理形象总是冲锋陷阵在前，所管理的事业不容许有多少失误，也不会给予第二次机会。而动荡不定的市场，要么长期下滑，要么长期上涨，更使得这种形象趋于强化。

对冲基金经理更被认为是十分富有的，并掌握着一些成功秘诀。而在传媒上介绍自己的那些基金经理，其传奇故事又如我们所可能想到的那么扣人心弦。富有、聪明、精干老练、胆识过人和行踪神秘，这所有的一切加起来就塑造出一个对冲基金经理的形象，他仿佛是在另一个世界工作，工作对象也与我们不一样。

恰恰相反，对冲基金经理也是普通人，他（她）们与自己经营的资产组合一样，个性都很鲜明，除了一些事实之外：他（她）们大多数是受过高等教育的男性，年龄在 30 岁到 45 岁之间，在投资管理领域平均工作了 15 到 20 年，其中一半时间是在对冲基金领域。对冲基金经理得到提拔的一个重要因素，就是其有过资产组合经理、分析师、研究课题负责人或是交易员的工作经历。这些经历更像是来自该行业做多头的那一方，也就是传统型的资产组合管理；或者是来自经纪公司与投资管理公司。你对于对冲基金管理行业了解得越多，你就会愈发认识到优秀的投资经历几乎是取得成功的必备条件。

这里需要指出的是：对冲基金经理也是普普通通的人，尽管他们工作在不同寻常的资产组合管理部门。但是他们的确具有下列一些或全部与众不同的特征。

1. 对冲基金经理对自身的能力抱有充分的信心，使得他们可以将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来建筑在自己管理资产的技能上。就如一位基金经理所说的："如果那些个人资产经理认为自己很棒，为什么他们还要为忠诚基金（Fidelity）打工？"，尽管忠诚基金名声显赫，但对冲基金经理的理念是"如果我很棒，为什么还要受别人的研究结果、各种委员会、哲学思想或是工作方式的影响？"。对冲基金经理要想成为精英，而这需要最大程度的自信。

2. 推论的必然结果就是基金经理希望每天都控制整个投资过程。他们是最称职的企业家，同时构思与执行着投资策略，当你自己的钱（可能是很大的个人资产份额）也投了进去，你的声誉维系在你每年的业绩表现上的时候，你还能不卖力吗?

3. 因为对冲基金高度的下滑敏感性，因此，风险承受力不是对冲基金经理的追求，不过这也会根据各年不同的业绩表现而异。如果某一年形势较好，你也赚了不少钱，那么风险就更可以接受一点，但由于你的资本和声誉与你所做的每个决策都息息相关，所以还是不敢轻易冒险，也许最神秘之处就在于对冲基金经理比大多数人都更能承受风险。要知道高风险也可能意味着破产或者一败涂地，因此，对冲基金经理总是处于风险的阴影之下，但同时来说，个人的自信会修正经理眼中的资产组合风险敞口，这一点也许是成败的关键原因。对冲基金经理时常自视为"风险厌恶型"投资者（risk averse investors），看准机会进行对冲和资金调拨活动，不去考虑相对于股价指数的业绩表现。目标只有一个，那就是赚钱，亏损甚至倒贴盈余都是难以忍受的。

4. 对冲基金经理乐于接受由于在不同策略、不同行业和不同市场间相机抉择所带来的挑战，无论是做多还是做空。厌烦情绪是不可能有的。他们通常通宵达旦地工作，想找出答案的欲望把他们搞得几乎精神错乱，因为他们必须在短时间内作出资金移动的决定，而这个决定必须是正确的，对于许多人来说，投资决策即使不全是，也差不多是生死攸关的事情，对于大多数的经理来说，成功或失败总是触手可及。

5. 对冲基金经理把智慧，或者更具体一些，把冷静的睿智与直觉的结合物，视为思想的利器。我们的投资市场每日都在教导我们：聪明的人并不总是最成功的。对冲基金业各种"传奇"故事的出发点都是假设市场有时候也会出错。为了赚钱，你得知道真理，但如果必要的话，也可以按"错误的路径"来投资，这听起来不合逻辑，但这种市井之智似乎是对伟大真理的嘲讽，换句话说"有的时候，不要逆市而动"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 尽管对冲基金经理以前面的特征而著称，但他们对自己所做的事情抱有很大的热情并陶醉于其中；当进入工作状态后他们几乎就飘飘欲仙了。管理资产并不仅仅是一种职业。对冲基金经理更相信经理业绩反映了他们的个性。出色的经理就是“金融杀手”，有一种近乎疯狂的获取成功的冲动。对于大多数经理来说，成功是对自我价值的进一步肯定，因此，他们持之以恒地追求成功。

7. 多数经理的健康状况都很好，这可能与需要投入的精力和智力有关。多数人不吸烟，有的会吸。整体而言，他们都是幸存者，知道万一自己不行基金也就不行了。为了在这一行竞争，你必须精力充沛、头脑灵活。

8. 我们有意把“将堆砌财富（wealth building）作为目标”作为最后一个特征，因为它更像是前面几点的产物而不是相反。对冲基金经理当然会为合伙企业的利润打算，利润中的一大部分可能就是他们自己的；业绩酬金当然也很诱人，可是有许多经理却将所获的利润和薪资又投入基金当中，没有几个经理会提前退休，而提前退休的人又几乎都是不情愿的，堆砌财富是经营对冲基金的重要特征，但它起因于经理希望成为最佳的一员，或是希望侪身精英之列而选择的道路。当已经建立起足够的金融安全保障后，这种做法已经成了为比一比谁更出色的手段。

总而言之，对冲基金经理也是情理之中的普通人，也有这样或那样的缺点和不足，但他们比一般人更富有驱动力和竞争性，有稳定的自信心足以弥补对失败怀有的恐惧感。在这里人们不会信任你的努力，只会信任你的成绩。在这个行业中你会习惯在一块脆弱的舞台上站立和表演，同时对它又爱又恨。

从个人的角度看，我们很高兴认识了许多对冲基金管理者，而且就像对待从事任何一种职业的人们一样，我们对其中一些人要比对其他人更怀有好感和敬意。要了解他们，可以去看他们对事业的敬业程度。他们常有的咄咄逼人和不耐烦的性格给我们中的一些人造成了一种令人担心的表面现象，担心他们的激情会耗尽他们的生命。

典型的投资者

尽管关于对冲基金的潜在客户可以列出长长的一张表，然而时至今

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日对冲基金的大部分资产仍旧来源于高净值个人投资者，他们的参与真实地反映出基金经理服务于个人的特点，以及投资工具量身订制的结构特征。这类投资者关注的是税后收益，不受公司章程或其他条条框框的限制，还可能希望亲身参与到投资活动中。而出于相反的原因，免税的机构投资者参与的热情就不高。接下来的段落描述了各种类型的投资者，包括他们关于对冲基金投资的看法，以及他们未来增加在对冲基金方面投资的可能性。

1. 除了高净值个人投资者向对冲基金的直接投资以外，另有一些大家族也设有“家庭办公室”（family office）这样的机构来处理投资和其他家庭业务，大多数人会把投资业务交给对冲基金管理，但有的人更喜欢将专业人员请到家中，在家族成员的严密监督下，运用各种投资策略。

2. 国内的退休基金，包括福利基金（benefit）和捐献基金（contribution），则相对较少涉足于对冲基金，不过总的来说这类基金在对冲基金中的投资总额却很可观。1974 年的《雇员退休收人保障法案》（ERISA）为审慎投资设定了标准，该标准强调在考虑投资于对冲基金这类项目时应保持托管的警惕性。可要知道，在过去的 10 年里，以 S&P500 指数为代表的传统权益管理机构其复合年收益率接近 15%。仅此一点就已经非常吸引人，更不用说对冲基金所面临的限制了。

在本书写作时，标准普尔 500 指数在未来似乎不再可能以这么高的收益率增长，如果确实如此，那么出于多种原因，退休基金可能会转向对冲基金；收益率、防止市场可能下跌带来的损失、以及风险分散化等等，都构成一个与标准普尔 500 收益率呈递减相关关系的函数。这种情况一旦出现，那么世界上最庞大的私人可投资资产 6 万亿美元（截至 本书写作时）之中，就会有 3000 到 4000 亿美元的流动资产，投向对冲基金。即使退休基金只把 1% 的资产或者说 600 亿美元，投向对冲基金，也会给对冲基金行业带来巨大的冲击。

3. 一些著名的美国基金会和赠予基金也已经将部分资产投向对冲基金。与那些高净值家族投资机构一样，有的基金会和赠予基金涉足对冲基金已经有相当长的历史。它们将对冲基金策略引人基金会，以便能与多样化的市场保持密切联系，同时促进基金会的发展，但大多数基金会投人对冲基金的资产数额并不大。

当代金融实务译丛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 对冲基金的零售投资（普通人投资）数额很小，这可能主要是因为一般人缺乏投资于对冲基金所需要的信息与经验，此外还有其他原因，例如对冲基金目前提供的投资工具并没有进行公开发售登记注册、所要求的最小投资金额很高（通常是25万美元以上）、以及其他限制如对投资者人数的限制和最小净值的要求等等。有一些以零售业务为主的投资基金也运用集中的头寸、杠杆率、卖空手段，但从我们的角度出发，我们不把它们列入对冲基金范畴。

5. 独立地看，保险公司也投资于对冲基金，但投资额在公司总账户中从来占不了多大比重，这可能部分归因于保险公司投资项目的保守性。这反映出保险业是一个接受多个州保险管理部门监管的行业。此外，进取型的投资项目（aggressive investment programs）以及收益率的潜在波动性会影响对保险准备金的要求，同时影响公司的承保能力。

6. 从历史上看，国内的银行倾向于更多地把银行的资本金——与客户的资金相反——投资于对冲基金。有的银行可以说是该行业中最精明的参与者，举个例子，拿一家银行来说，它在世界主要市场上进行外汇交易和造市（making markets）。在这个庞大的即期（现在）和远期（未来清算）市场上，银行既为自身也为客户进行交易。事实上，有的银行组织结构中就设有“对冲基金”部门，有的是作为运用客户资产进行投资的利润中心，有的则是为了对冲银行自身的资产组合风险而设立的独立部门。从事的业务包括为客户进行互换交易和提供银行创造的各种精巧的投资工具。瑞士的银行在运用对冲基金来为客户资产服务方面十分活跃，而美国的大银行也越来越多地涉足该领域。

7. 股票经纪公司通过多种方式与对冲基金保持密切联系。它们将自身资本投入“室外”和“室内”基金*并向客户推荐这种做法，为对冲基金提供营业场所服务、管理服务、业务记录服务、经纪服务和投资银行服务，通过提供这些服务，它们对这一行业有了充分了解并与之保持密切联系。股票经纪公司还需要对自己的“账簿”格外留心，账簿里包括各种证券和其他开展业务所必需的头寸。弄清风险敞口并在合适的时候运用对冲策略控制敞口，这对取得成功是至关重要的。坦率地说，这些公司本身就是“对冲基金”。

* 室外(out-house)和室内(in-house)基金分别喻指独立的对冲基金和为某一企业(家族)服务的对冲基金——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 各家公司大部分精力都放在了主营业务上——医疗服务、钢铁铸造等等，有的公司可能对于对冲基金感兴趣，但很少专门投入精力去与它打交道，在这个前提下，各家公司也许会积极从事由于自身经营活动而衍生出来的资产管理和外汇套期保值活动。不过除了个别情况之外，这些活动的出发点都是起防止损失作用而不是以盈利为目的，对于公司的活动来说，作为利润中心的资产管理不是其内在的组成部分。

9. 独立的咨询公司和投资基金很少利用对冲基金策略来为客户或基金的资产组合提供服务。更多的情况下这些公司的主管人员只是为了分散投资风险而将部分资产投入对冲基金。即使如此，这些资产的大多数还是投向他们了解或熟悉的传统型投资领域。他们本身也是精明的投资者，但他们的投资目标定位与对冲基金策略相去甚远。

10. 投资咨询业和金融规划业人士也利用对冲基金，有的人运用得更多一些。但由于对冲基金并不是他们业务当中的主要需求，因此花在上面的时间很有限。准备数据和关于经理人的材料是很费时间的，而且需要定时更新。但是，由于非传统型投资领域存在着缺乏效率的特点及各种机会，一些公司还是与对冲基金业保持着密切联系。如果对冲基金中的机构利益开始增长，这些公司就必须投入更多的资源以获得竞争能力。

11. 基金中的基金管理（Fund of funds management）在这里，它指的是一种通过投资于其他对冲基金而建立的对冲基金。它采用的形式是向更小范围内的专业投资者（或者说大投资者）提供预先设计的产品（prepackaged product），这种产品专门为了特殊的风险收益偏好而设计。基金中的基金经理提供的管理方案多种多样，从单一的基金管理到多重管理都有。这类基金的策略取向可能是单一的，例如事件驱动型策略，也可能是多种策略的融合，以求得项目风险的分散化。最重要的是，基金中的基金经理作为对冲基金的投资者其身份显赫，他们提供服务收取的手续费也是对冲基金经理中最高的。有意思的是，对冲基金自身，尤其是那些大型基金，也是“对冲基金的投资者”。其中原因很复杂，有的基金资产规模过大，无法进行内部管理，而它们又不想把客户拒之门外，有的基金则认为，一些对冲策略如果交由它们认为是该领域专家的人士来执行，效果更好。总而言之，对冲基金经理试图拿出业绩，但关键是付出的成本比起他们向投资者收取的费用要少。

为了将上述观点与现实世界联系起来，图 3-1 列示了对一些在岸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（on-shore）对冲基金的调查结果，在该调查中，要求基金经理将投资于基金的金额在有限的几个类别中进行归类。在接受调查的将近 100 家有代表性的基金当中，有 50 家以上的归类结果是根据 1996 年 6 月 30 日的数据进行的。重要的是，调查数据反映的是金额而不是投资者的人数。如果按人数计算的话，“高净值”这一类所占的比重可能还要更大，而“基金会/赠予基金”这一类，相对于退休基金和其他符合条件的基金计划来说，也会占更大的比重。

在大多数对冲基金策略中，高净值投资者和基金中的基金、银行、经纪人、保险公司所占的比重都是最大，而退休基金与其他基金位居第三。这个调查结果并不出乎意料，除了要注意一点：权益对冲基金和卖空基金是机构投资者特别难以涉足的两个领域。

尽管目前的统计结果是这样，但在未来几年里我们相信会有更多的机构资产投向这些基金和其他基金。5 到 10 年后的这个统计结果应该与现在的结果有显著差异，如果真的出现这样的资产流动，那么不仅对冲基金管理资产的规模会发生变化，而且管理策略也会发生变化。

总结与评论

1. 对冲基金经理与传统的资产管理者并不是同种意义上的商业人士。这些性格严厉的个人主义者作为一类特殊的企业家，经常认为他们只要还在工作，事业就会繁荣昌盛，而他们一旦离开岗位，基金就不行了。与各种老套的故事不同，多数基金经理只是把堆砌财富看作努力成为“最出色的”经理而衍生的副产品。

2. 时至今日，对冲基金事业得到的支持与推动并不来自于世界上最大的资产类别，而是来自高净值个人投资者和数量有限的一些专业组织。这种情况或许会有所改观，届时对冲基金事业的发展动力也会发生改观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	合计	相对价值型	事件驱动型	权益对冲型	全球资产分布型	卖空型
高净值	53%	49%	52%	70%	32%	51%
基金中的基金，银行，经纪商，保险公司	20%	18%	9%	19%	39%	36%
赠予基金，基金会	6%	2%	14%	7%	1%	6%
退休基金和其他符合条件的基金	14%	18%	21%	3%	19%	4%
其他(包括各类公司)	7%	12%	3%	2%	9%	3%
合　计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

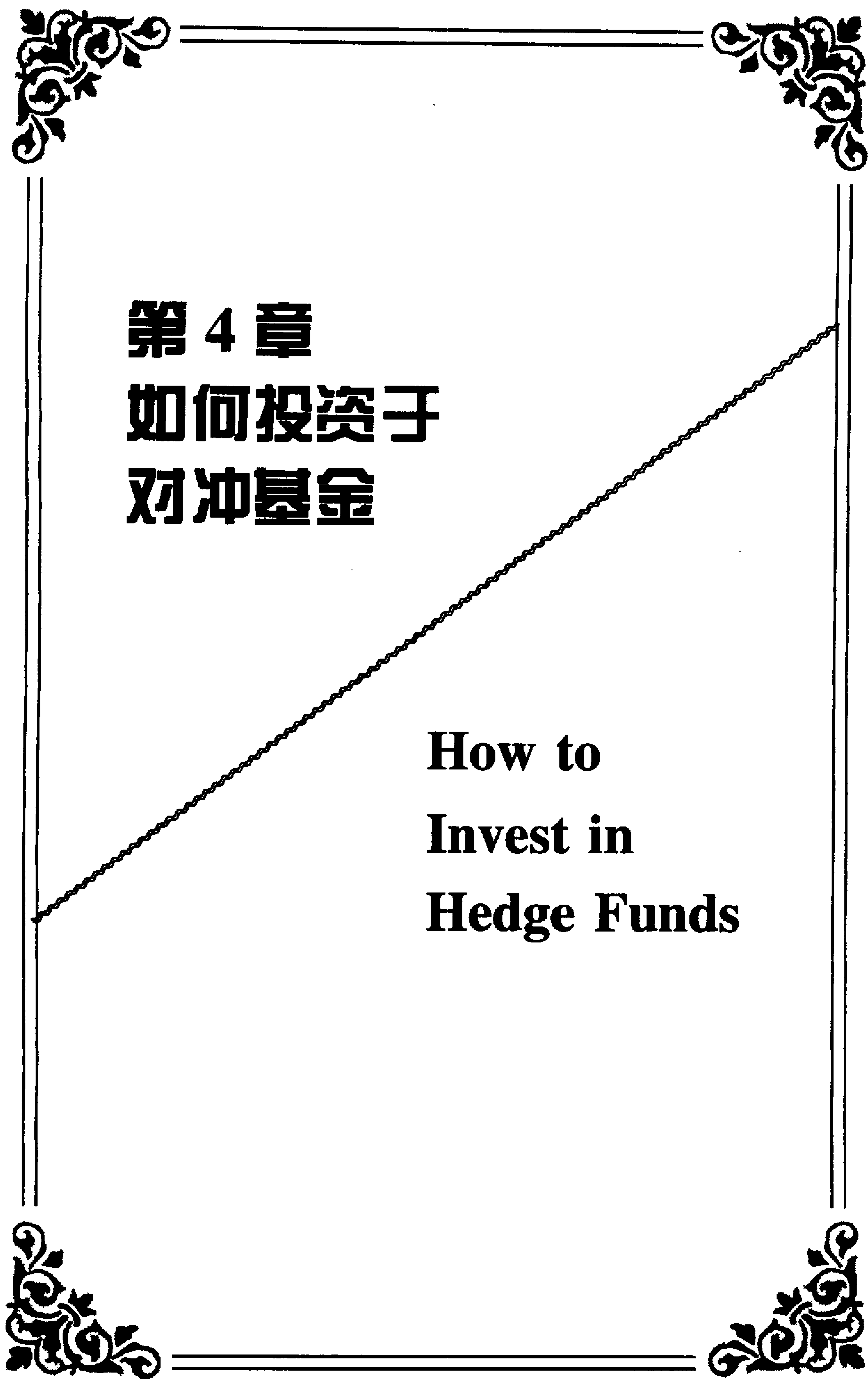
资料来源：资本市场联合评估公司。

注意：由于四舍五入的原因，有的栏目合计可能不是100%。

图 3-1　对冲基金资产来源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第4章 如何投资于对冲基金

How to Invest in Hedge Funds

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来自邻居那儿的老笑话就是：**小心，小心，再小心。**

作为主要考虑因素的佣金

尽管潜在投资者要考虑的因素很多，但他们必须把业绩佣金（performance fees）作为头等重要的因素，因为一旦投资，这一项就是很高的管理成本。典型的基金经理收取1%的管理手续费，外加既定年度实现与未实现盈余（总收益）的20%，这里暂且不提还有更高的手续费，以及还有比率限制、比率上限等等一些我们稍后再讨论的问题。另外，有些方法还将管理费和业绩佣金从总收益中扣除。做个简单的计算：如果对冲基金经理扣除掉支出后创造了20%的总收益率，那么20% ×20% =4%，加上1%就成了5%，这并不赖，尤其是经理本人还不用付法律上的费用、审计费和其他各种杂费，他甚至还可以得到补偿。换算成美元就更惊人了，如果他管理的资产是1亿美元，年收益率是20%，经理所有的佣金就是500万美元，他拿走了最大的一份蛋糕。

就目前来看（以后会有所改观），你必须接受对冲基金佣金的现实情况，要么你就退出。前面的章节已经描述了对冲基金的深度和多样性，但人们还是喜欢关注业绩佣金，将它作为一种投资类别的划分手段。事实上对冲基金并不是业绩佣金的始作俑者，至少就目前我们知道的情况而言是这样。打个更富有诗意的比方，古老的海盗船就有点像今天的对冲基金，你可以把它想像成一组投资者在装备海盗船，并与水手们一起历经风浪，大卫·科汀莱（David Cordingly）在他的书**《海盗旗下》**（Under the Black Flag）中描述了关于第一笔业绩佣金的可能的情况：……接下来将组成第二个委员会负责起草本次航行有关行为事项的约定。多项条款均以书面形式保存，每位成员都须亲临现场观察。海盗船的每一次出航都与大多数劫船行动一样，遵循“不劳无获”的原则。各项条款中的第一项就是确定当劫掠到船只时，如何对赃物进行精确的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分配。船长按预定比例分得船只的部分所有权，再加上部分货物——通常是5份或6份。负责维修船只和给船只上帆的木匠或造船工人的酬劳是100或150枚银币，随船医生的酬劳是200或250枚银币。剩下来的钱要划出一部分分给伤员。看一看这种早期的医疗保险形式如何来确定一个海盗身体不同部分的价值，是一件很有趣的事情。损失右手将获得最高的赔偿金额——600枚银币；接下来是失去左手——500枚银币；右腿也是500枚银币，但左腿只得400枚；失去一只眼睛或手指获赔100枚银币。一旦确定了这些金额，再对余下的赃物进行瓜分。船长的副手得到两份，剩下的水手每人各得一份，未成年的男水手得到半份。海盗们的规矩是每个人都只应论功受赏，而且不得私藏或盗取赃船上的任何东西，违反规定者将被逐出船队。

如果对冲基金经理在逐利过程中不时缺胳膊少腿的话，或许投资者的抱怨就会少一些吧！当然这只是句玩笑话，重要的是要知道：条件和佣金只是等式中的一个部分。

业务与法律构架

我们已经对典型的对冲基金经理和投资者的特点进行了描述，并在一开始就提醒大家注意佣金与手续费，现在我们转向讨论基金运作的广义环境问题——更明确地说，是讨论对冲基金赖于生存的各种服务的多样性与整合性，还有这些服务所面临的（亦或是所缺乏的）法律监管。到目前为止我们已经讨论了许多关于对冲基金策略的多样性、精巧性和复杂性的问题。业务构架与法律构架同样复杂，潜在的投资者在理解和评价它们时一样不能掉以轻心。

对于对冲基金投资的业务和法律上的技术性问题进行权威的评论，将是十分复杂的工作，且远远超出本书的范围。我们在这里所做的讨论，只是为了给出对冲基金赖以组织与开展业务的一般框架。

业务构架

对冲基金的业务构架有多种形式，具体取决于许多因素，例如，资产规模、投资重点、投资范围以及基金是创业伊始还是步入成熟等等。为了便于说明，我们假设有一家中等规模的基金，工作人员由一位投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理、一位交易员、一位研究分析师、一位财务/经营主管和一名秘书组成。图 4-1 列示了这样一个基金的业务构架。

最常见的在岸（on-shore）或者说国内对冲基金的投资管理模式是私募的有限合伙制企业，企业由一个主要合伙人（general partner——GP）和最多为 100 人（目前情况）的投资者或者说有限合伙人（limitted partner）组成。一般来说，这种组织构架是为了确保有限合伙人只负有限责任（也就是以最初的投资额为限度）。主要合伙人通常是一个或几个实体，它（们）被授权代表基金开展业务。如果构架合理，各种科目如收入、分红、盈余、亏损和借款等等都会直接转到主要或有限合伙人手中，不会在合伙企业这一层被征税，从而避免了其他类型的组织构架（例如公司型的构架）中出现的双重征税问题。

美国境外的投资者通常希望得到美国投资经理的服务，却不愿受到美国各方面如税收或监管当局的约束，于是许多对冲基金就设立了离岸运作模式，其募集方式模仿国内基金，但设立在美国境外（不一定在境外管理），形式可能是在一个税收有优惠的岛国设立一家代表处，资产的托管也离岸进行。代表处负责业务记录和进行联络事宜。在图 4－1 中我们将有限责任公司列示为离岸构架的一种形式。有限责任公司这种组织形式如同其名称揭示的一样，试图保护股东免于承担不应有的责任。离岸基金的形式有很多，但共同的目的都是寻求合法的避税途径。需要注意的是：尽管国内基金与离岸基金的组成人员本质上是一样的，但后者还有一名监事人员（administrator），他负责为各位股东记录业务往来，实际上充当投资经理与投资者之间的联络人。

值得强调的是，无论对冲基金的运作组织形式是有限合伙制或是有限责任公司，投资者在很大的程度上都是被动的。他们对于投资管理组织的控制权即使有也非常有限，各种司法管辖制度下的投资者都必须自行决定某种组织形式是否能满足税收和其他方面的要求。

我们前面关于杠杆率的讨论已经指出，那些对营业外应税收人（UBII）比较敏感的美国免税机构认为，离岸的基金结构对它们有利。如果一家美国免税机构按照惯例投资于一家美国合伙企业或者有限责任公司，而该企业或公司在谋求利润的过程中运用了杠杆率，那么该机构就要对一切增加的营业收人纳税。但如果这家免税机构是以股东的身份投资于一家合适的离岸公司，那么它就无需对运用杠杆率而导致的收人纳税。为了不使免税机构对于离岸模式的优点过分乐观，请记住：当美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

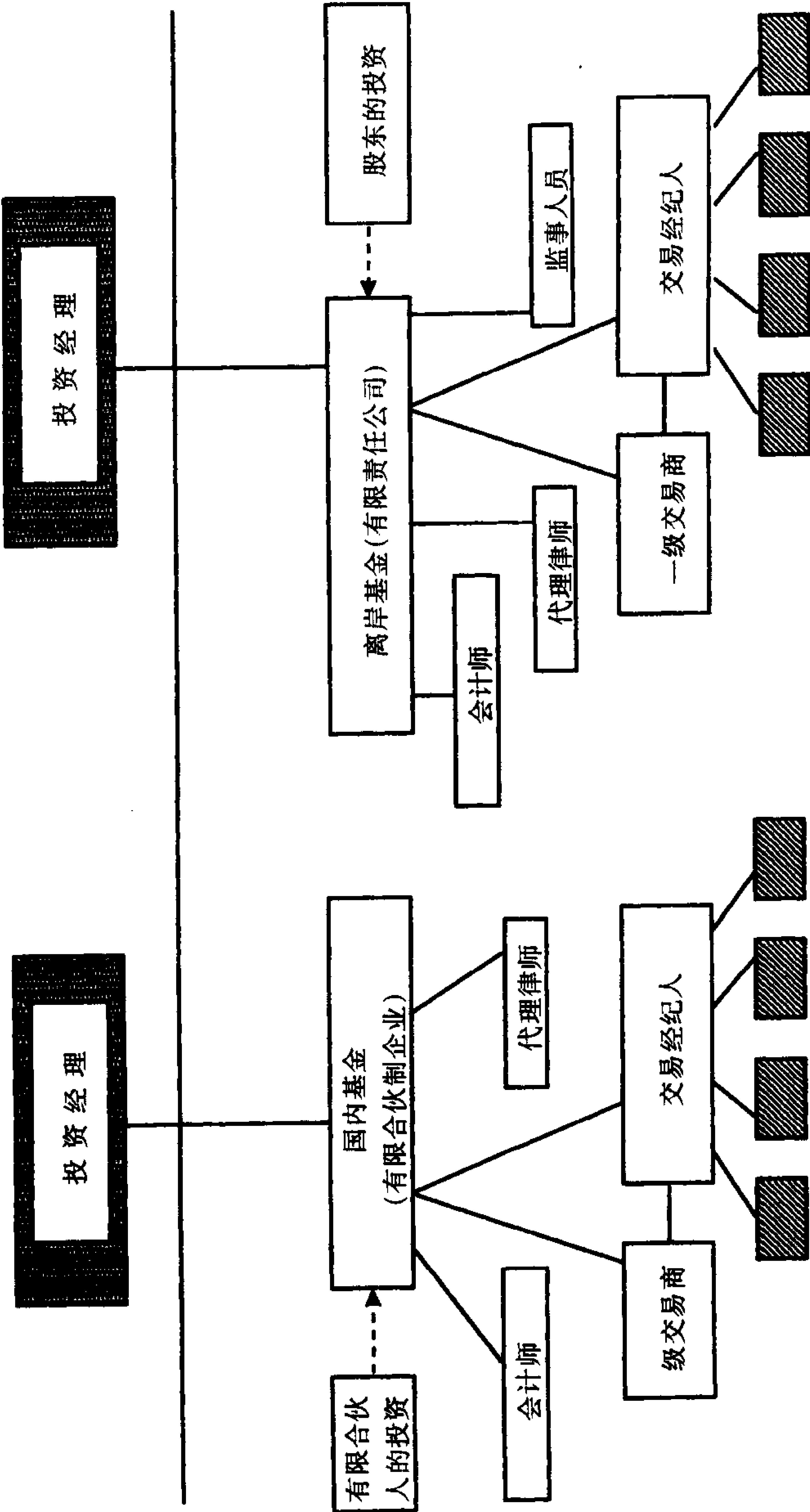


图 4-1 假设的中等规模对冲基金的运作构架

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国投资者转向海外投资时，美国的监管带来的一些好处可能就没有了。尽管对于政府的庞大臃肿大家都颇有微词，但投资境外由于对美国的监管及法律的追溯权有限，投资者可能会面临很多的不利条件。最后一点，有的离岸基金还会禁止美国投资者的参与，而有的基金只在溢价的情况下才对国内投资者出售股份。无论如何，美国投资者投入离岸 基金的资产都不应占据主要比重，以免基金被归类成海外控股公司或者其他形式的组织。

总而言之，对于国内基金经理来说，离岸基金的运作更为复杂。历史经验还表明离岸基金的流动性一般来说更高。在国内基金模式中，投资者通常顶多能按季度撤回投资，而且还要提前很长时间通知基金，许多国内基金的撤资限制更大。相比之下，有的离岸基金甚至提供按月撤回投资的权利。

会计师和律师也是对冲基金运作构架中的组成部分，他们禀承惯例履行职责。考虑到资产类别的特点，聘用的会计师和法律事务所，应该具备对冲基金投资与运作方面的相当经验与专长。

一级交易商（prime broker）一般充当主要的托管人和交易记录者，本质上是为所有交易起到一个中心清算系统的作用，（与离岸基金的监事人员不同，一级交易商只处理总资本额这个层次上的基金资产交易）一级交易商的主要业务是进行卖空和保证金交易，另有许多交易经纪商（transaction broker）在辅助一级交易商的工作，对冲基金经理利用他们来研究或执行一些特殊的交易或专业投资项目。例如，银行可能就属于从事外汇交易的这一类交易经纪商。

至于手续费和佣金，基金通常收取管理费（management fee）和业绩佣金（performance fee）。管理费多少各异，但一般不超过资产的几个百分点，而且与基金业绩无关。而业绩佣金或者称为“奖励佣金”（incentive fee）一般是以一定时期内获取利润的一定百分比来表示，有的基金则规定业绩佣金只能对超出某个基准盈利率以上部分的利润收取（比如超出美国国债收益率的部分）。更有甚者规定，只有当以前年度的损失被填补之后，才能收取业绩佣金。

为了更深入地了解对冲基金的内部运作关系，我们假设那个虚拟的基金经理管理着 2 亿美元的资产。主要合伙人（GP）为了取信于众投资者，将个人的 500 万美元投入了“国内有限责任合伙制”对冲基金。注意，基金的所有费用支出（法律、会计方面）都是向合伙企业而不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向主要合伙人收取的，不过主要合伙人通常要负担起管理费用（也有例外），所以基金就不用支出工资、租金等费用。

当你考虑到堆砌财富的巨大潜力时，设立对冲基金的动机就显而易见了。假设我们这位经理与许多基金经理一样，收取1%的管理费和20%的年度业绩佣金，如果这位经理去年创造了15%的收益率，管理费就是200万美元，奖励佣金是600万美元。考虑到基金的人员规模较小，牵涉的因素也不多，不难想像费用支出会远远低于收入，从而使对冲基金经理成为十分富有的人（这还与个人投人资本所可能取得的利润无关）。

一言以蔽之，对冲基金构架的一个主要特征，就是基金的成败维系在某一个人（主要合伙人）身上，他必须同时以业务经理人和投资者的双重身份取得成功。在现实中，主要合伙人与有限合伙人之间可能会存在很大冲突。一方面，主要合伙人很少能按他们自己的意愿来管理基金。尽管有着前面所说的基金经营哲学与目标，有限合伙人还是会对主要合伙人频频施压，要求他们与市场收益率或其他经理的收益率保持一致；另一方面，有限合伙人常常需要与主要合伙人谈判，主要合伙人实际上是按自己的观点制定管理规则来为合伙企业的利益服务；谈判的内容包括退出基金的权利、基金的费用支出以及结清账户的程序等等。尽管大家都是“合伙人”，主要合伙人与有限合伙人的观点可能还是有很大差异，这种差异在基金业绩欠佳时会更加明显，结果可能是双方关系的恶化。

法律框架

对冲基金与传统的资产管理形式之间的一个主要差异还与监管上的要求有关。许多对冲基金选择的运作方式就是为了避开一些登记注册和监管上的条件限制，这些条件均施加在其他类型的投资模式上（例如投资基金）。也许最好说明这一点的办法，就是仔细地关注一下几项有关的立法。

1933年的《证券法》在条款中要求，公开发行的证券必须进行登记注册。而几乎所有的国内外对冲基金都采用私募发行的方式，避开了这项要求。要获得这项规定的豁免，需要满足一些条件，包括不得向公众宣传和推销股份，投资者必须符合一些最低要求（比如对净值的要求）等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1940 年的《投资公司法》（The Investment Company Act of 1940）对投资基金的登记注册进行监管。而直到最近，几乎所有的国内对冲基金都在这项法案的一项豁免规定下运作，这项豁免规定，允许那些投资者人数不超过 100（并满足特定条件）的私募综合投资组织（private commingled investment vehicles）无需注册即可运作。最新的一项立法，1996 年的《全国证券市场改进法案》（the National Securities Markets Improvement Act of 1996）对《投资公司法》进行了修正，无需注册的公司的投资者人数限制进一步放宽，条件是投资者必须满足的特定的财务要求。但要注意的是，一些特别的税收规定使得国内对冲基金很难在吸纳 100 个以上投资者的同时仍保持有利的纳税地位，即便说这样做不是不可能的。

1940 年的《投资咨询人员法》规定：向公众表示自己是投资咨询人员的经理，必须向证券交易委员会进行登记。大多数国内对冲基金经理获得了豁免，做法是限制他们的客户群——通常只限于他们管理的综合投资组织，同时也不公开宣传自己是投资咨询人员。

关于商品货物的法规并不适用于那些不参与任何形式的商品或期货交易的经理。但那些参与交易而且数额巨大的经理，则必须以商品综合经营商（commodity pool operators）和商品交易顾问的身份向商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission——CFTC）进行登记注册。许多对冲基金则依照一项豁免进行运作，这项豁免根据对投资者进行的一些特定财务检验（例如，与净投资资产有关的检验），放宽了一些监管上的要求。

以上的立法多数是为了提高信息披露程度和提供保护措施。而对冲基金经理通过“避开雷达飞行”提高了运作上的灵活性，投资者却失去了这些立法可能带来的好处。投资者在投资于对冲基金时，必须填写一些相当详细的认购文件，对经理备存文档中一些特定的实际情况进行确认，从而证实其有资格获得上述法律豁免。大多数离岸经营和专为离岸投资者服务的经理则无须做上述工作。

不言而喻，无论是在岸还是离岸对冲基金，都必须配备法律顾问，以适应相应的监管措施，并由潜在投资者做出评价。投资者子群（constituent investor groups）也必须满足相关的法律限制。例如，一家国内合伙基金的主要合伙人必须遵循投资者≤100 人的要求，而如果一位投资者个人的权益是 10% 或者很多，就会引发另一项要求：主要合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伙人必须计算出权益比重为10%(含以上)的合伙人人数。此外，如果雇员福利基金在对冲基金资产中占的比重≥25%，该对冲基金还要接受《雇员退休收人保障法案》（ERISA）的监管。

投资于有限合伙制基金

不难想像，地位稳固的主要合伙人提出的参与合伙条款，肯定是符合其自身利益并受市场驱动。（比如，离岸基金为主要合伙人提供的进入与退出基金权利肯定会宽松得多，因为主要合伙人同时还拥有类似的国内基金）因此，投资者应该把向对冲基金领域投资视同一场谈判：投资额越大，可商量的余地越大；但主要合伙人的地位越稳固，谈判就会越困难。

主要合伙人

首先要注意，主要合伙人通常会要求一些很特殊的权利：

1. 主要合伙人可以接受或者拒绝对合伙企业的投资，或是免除有限责任合伙人的资格。在你投资的期间，他对你的投资具有绝对的权力，而你转移自身利益的能力也会受到很大限制。

2. 主要合伙人一般很少透露关于他的投资策略的原则和限制，也不透露相关的杠杆率的情况。就后者而言，如果合伙制基金运用了客户的杠杆率，限制比例是2:1，或者说用每1美元的投资额最多可以外借1美元的资金；但是作为经纪商/交易商，杠杆率可以是10:1或者更高。在期货和远期交易（或者其他衍生工具）中，杠杆率可能会更高，因为你是在未来结算交易，而只需一些信用存款（good-faith deposit）或者价格变动保证金存款（variation margin deposit）就可以维持交易头寸，所以杠杆率这个问题十分值得关注。

3. 主要合伙人通常要求他可以只是兼职工作来管理资产组合，其他时间可以接受别的工作和报酬，还可以作为资产组合中各公司的董事；要么就是可以关注其他事情而不是你的资产组合。

4. 主要合伙人可以同你一道投资，也可以不同你一道投资，还可能不用告诉你，他并没有投资。主要合伙人比你拥有更自由的退出权利，我们还可以记起那家对冲基金：它的主要合伙人可以逐年提走他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩佣金，而有限责任合伙人的资金最多会被锁定三年。你还可能永远无法知道主要合伙人的投资额相对他的净资产值的比重。换句话说，主要合伙人一笔 1000 万美元的投资，对他而言，重要性可能差异很大，这取决于这笔投资占他资产净值的 10% 还是 90%。

5. 最后但不是最不重要的一点：主要合伙人（通常还会采用有限责任的结构），一般会要求合伙企业对他的负债进行补偿，条件是他按照程序履行了自己的职责。

合伙制基金的协议

合伙协议反映了主要合伙人的特点和他的自身利益。我们应当通过谨慎的评鉴听证，将注意力集中在以下几点：



1. 对于基本上一样的投资服务，是否存在特殊交易行为？换句话说，存不存在特殊的合伙人（有限合伙人或其他合伙人）或者秘密约定（一些特殊的交易，参与时合伙人身份无需变化，但却让某位有限合伙人或其他合伙人，以潜在的更有利的身份参与交易）？存不存在针对不同的佣金、特权或者资产组合而单设的账户？是否存在一个新股发行账户，使得某些类型的有限合伙人（例如银行官员，NASD 成员等*）不能利用自己的特权从事新股发行活动？

2. 你有没有直接或者间接付出过销售佣金？间接地付出指的是主要合伙人与第三方在你投资的期间或是几年里共同分享他的管理费和业绩佣金。除非你在这种分享中获得了收益，否则你应该要求削减业绩佣金。

3. 当你投资以后，合伙协议一般会赋予你取得经过审计的合伙基金财务报告的权利。那么，有没有定期的报告？有给新的基金投资者看的宣传材料吗？能够向一些关键人物包括审计人员了解情况吗？不要忘记，成为有限责任合伙人的优势就在于你对管理事务的参与是“有限的”，所以不要介入“管理”之中，结果成了主要合伙人。

4. 有限的负债是你的一项优势。因此不要多管闲事，要么投资，要么退出，但是不要去插手合伙企业的管理。有限责任把你的投资额限制在你资产净值的适当比例之内，是在进行对冲基金投资时一个很好的风险控制机制。

---

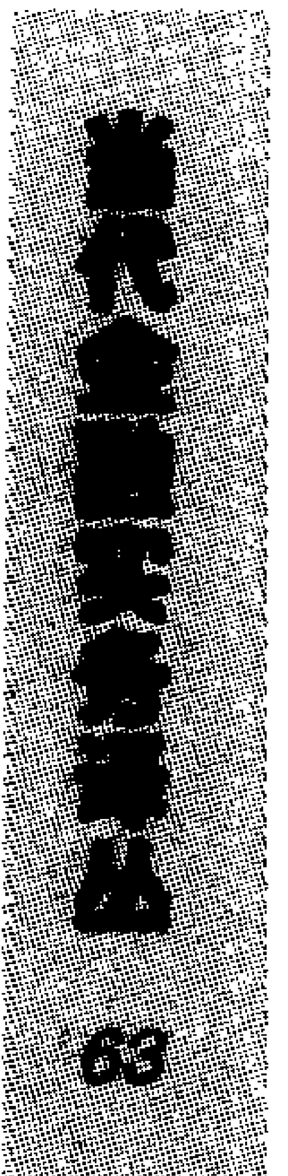
* NASD 是“全国证券交易商协会”的英文缩写——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个有意思的问题就是历史遗留负债问题（aging liability）。例如，假设一家合伙企业在1997年因1995年参与的一些事件被起诉到法庭，但是，1996年那时的有限责任合伙人全部都已撤回投资，而你却是1997年新加入的投资者。那么合伙企业会为你的利益对那些在你进入之前，就已发生的事件辩护吗?

还有一个有趣的问题与利润和亏损的分摊以及谁承担税收责任有关——比如说，当你成为有限合伙人时利润得到了实现，但是以前投资从而产生利润的那些投资者现在都已经离开了基金，许多对冲基金遵循的原则是把所有实现的利润分配给退出的有限合伙人，这会给留下的有限合伙人的税后收益带来很大的影响。合伙企业如何解释这些问题以及存在哪些备选策略，都是很重要的问题。

5. 退出和进入基金的权利也是个应该关注的大问题。规定是这样的：允许按季度计算进人基金（日历年）和按年度计算退出基金（我们也提到过，离岸基金由于竞争的缘故，流动性更强一些）。至于为什么进入和退出的规定不同，有多种名正言顺的理由，但最明显的一点就是主要合伙人是按管理资产的数额来获取报酬，所以让投资者轻易地退出基金不符合他的利益。有的基金情况好一些，也有一些很糟糕，它们只允许在几年以后撤出资金。



主要合伙人很关心的一个问题，就是资产组合中占用资金的潜在流动性不足问题（比如其中的私人权益投资或债务投资等），这种情况下要撤出资金需要提前30（60，90）天通知基金。而且当你退出基金时，主要合伙人会付给你证券而不是现金，你还得等到年末才能拿得到这些证券。但是在你大发雷霆以前，要记住：主要合伙人必须最大程度地维护合伙企业的利益，而不必维护退出的合伙人的利益。

6. 关于税收问题，你是不是个应该纳税的投资者这一点并不重要，因为主要合伙人是要纳税的，所以他无疑在做出投资决策时既要考虑投资业绩，也要考虑税收负担。显然，你无法控制长期或短期盈亏的记录过程，但更糟糕的是：你无法尽早得知与年末业绩相关的信息，从而将合伙企业的税负与你的所有税负结合起来通盘考虑。要记住：是主要合伙人在负责合伙基金的纳税工作，而许多工作通常是留到每年的最后一个季度才开始做。

7. K-1表（税收申报表）值得关注。有的主要合伙人在4月15日之前许多天就已经将K-1表填妥，有的却没有，这部分归因于资产组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的规模和复杂性，但有的时候仅仅是因为这项工作没有得到应有的重视。如果你不喜欢申报延期纳税，那就得问清楚 K-1 表格的填报时间。

8. 要搞清楚，与企业相关的费用中，哪些是由主要合伙人支付，哪些是由企业自身支付。“隐性支出”（soft dollars）*是如何使用的，使用目的是什么？营业成本占企业资产的比重是多大？

9. 如同本章开篇所说的一样，佣金和手续费是每个人都关心的问题，它们有的从 1% 和 20%（1% 的管理费加上 20% 的实现与未实现总收益）到 4% 和 30%（甚至更高）。如果是 1% 和 20%，当年度收益率是 20% 时你付出的管理费实际上是资产组合价值的 5%；如果是 4% 和 30%，你就付了 10%。我们前面讲过，对于这种水平的费用要能够接受，要不就别在这一领域投资。

顺便提一下，核实一下什么时候向主要合伙人支付佣金（是提前支付还是拖后支付），以及他是否将佣金继续投资于合伙企业，是值得提倡的做法。要知道，对冲基金主要合伙人的佣金收入如此之高，以至于主要合伙人无须按许多人的标准来成为“总是最出色的”，就可以腰缠万贯。

有一个问题也值得关注，它被称为“潮标”（high-water mark）问题或称“亏损结转”问题（loss carryforward）。换句话时，你必须确定：如果基金并没有盈利，主要合伙人就不能收取业绩佣金。比方说，你在第 1 年损失了 100 美元，在第 2 年挣了 100 美元，那么第 2 年就不应该收取业绩佣金，但是，如果合伙企业仅采用“当年结转”（same-year lookback）的做法，那么对第 1 年的亏损就将不予理会，业绩佣金照付不误。

一般来说，采用“潮标”的做法最为合适，也就是说，如果你第 1、第 2 年分别盈利 100 美元，但第 3、第 4 年又分别亏损 100 美元，你实际上并不是不赔不赚。反之，主要合伙人必须再赚回 200 美元的收益，才有资格再度领取业绩佣金。这种做法使得你能够关注最重要的问题——你的资本利得，然后才考虑主要合伙人。

尽管极为罕见，但钉住一种常见的指数来安排业绩佣金也是可以做到的。更为可能的做法是在计算业绩佣金之前，必须先满足最低的投资

---

* “隐性支出”是指表面上对合伙企业来说的“免费服务”实际上包含了以房租、计算机设备、研究费用等等形式体现出来的交易经纪费用。——原注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者收益率（基准收益率）。另外还有一些其他安排（并不推荐这种做法），在这种安排中保证在未来某一时点实现你本金的最低收益率。实现这些目标的一种做法就是只将本金的一小部分（譬如 10% 到 20%）投资到对冲基金活动中，以期获得高收益率，同时将大部分资本以债券形式持有。那么在这种情况下，试想该按哪一部分的金额来收取对冲基金管理费呢？

10. 如果主要合伙人死亡或者残废了怎么办？有的合伙企业遵循一定的程序可以进行解散，有的则不行。有的基金甚至为主要合伙人投保寿险，尽管这种做法当出现上述意外而解散合伙基金时，显得没有必要。

11. 出于显而易见的原因，对审计人员、咨询公司和清算经纪商（主要的业务记录者）有深入的了解至关重要。规模越大，资本率越充足，自然就越好，经验当然也是个重要因素。你肯定希望用最好的人才来为你投资的合伙企业服务，但你也应该清楚：他们来的目的都是为了赚钱，因此在一定的条件下，他们也可能成为你的对手，最好是将这些异常行为的可能性作为评鉴听证过程的一部分。

无须多言，私募发行的投资模式还存在许多有待了解的问题（无论是有限合伙企业还是其他组织架构），但无论主要合伙人是主观认为，还是将它描述成一种目标明确的组织，上述讨论可能给你的感觉实质上都是一种“独裁”企业而非“合伙”企业。与古老的海盗船所有者共负盈亏不同，在这种组织架构下，有限合伙人完全地分担损失，但只是部分地分享利润，而主要合伙人的佣金完全归其独有。这也就意味着合伙企业规模越大，主要合伙人获益越多，按理说有限合伙人的获益就相对越少，资产规模越大一般来说投资难度也越大。但令人惊讶的是，很少有主要合伙人会将资产退还给合伙人，以维持更适合于管理运作的资产组合规模。而且正如批评家指出的一样，他们为什么要退还？投资于有限责任合伙企业，可以使受业绩佣金利益驱动的主要合伙人拿你的资本金来冒险，正如谚语所说的“硬币是正面时你们俩都赢，是反面时只有你会输。”

把对冲基金经理比喻成海盗船的船长可能有点言过其实，但我们认为这个比喻有助于说明这种冒险活动的相对不平等性。要记住这些“航行”是随机指向任何地方的，可以使用任何必需的法律上允许的工具来达到目的，赚取利润——航程中到处是鲨鱼和飓风。接下来，让我们关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注一下对冲基金和传统的资产管理之间的差别。

对冲基金与传统的资产管理方式

投资架构

对冲基金的投资架构（investment structure）给予主要合伙人很大的控制权。相比之下，传统的资产管理方式给予个人投资者更大的控制权以及取得资产组合信息、监管上的保护和退出权利上的更大自由。

参照物的取向

对冲基金在这一点上是独一无二的，因为在大多数情况下“他们都必须想办法盈利”。对于传统资产管理而言，它可以隐含地或者实际上就以某个指数为取向，所以如果指数下跌 20% 而传统资产经理的业绩只下跌 15%，那么他就是出色地完成了工作。而这种解释就不能让对冲基金的有限合伙人信服，无论指数的表现如何，只要是亏了钱，他们就闷闷不乐。

税收上的敏感性

无论投资者是应纳税的还是免纳税的，对冲基金都对税收具有敏感性。这一点对于一个免税的投资者最终而言，可能是好事也可能是坏事，但主要合伙人肯定很关注这一点，因为他也投资于合伙企业，而且他是要纳税的。对于免税投资者来说，由于杠杆率引起的营业外应税收人（UBTI）是个值得考虑的问题，尽管有的时候该科目的经济意义可能不大。同时还要注意：对冲基金中相对较高的资金周转率常常会导致更高比例的短期收益。

能力上的制约

对冲基金在很大程度上是不受监管的，做为代价，它们也必须接受一些关于市场营销力度、社会关系影响等方面的约束。对于传统资产经理、对冲基金以及潜在投资者来说，相对于策略而言，管理的资产规模是一个很重要的问题。然而除了准确的判断能力外，投资金额对于大多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数的（但不是全部）资产经理来说无足轻重。犬儒主义者也许会说：没有什么事物能阻拦赚取佣金的劲头。

资产组合的透明度

对冲基金的透明度很低，所以投资者顶多能对资产组合有个非常有限的了解。传统的资产管理方式透明度更高一些，尽管投资基金实际上每隔一段时间才报告其资产组合的情况。不过后者很少引起人们的关注，因为投资基金一般来说并不对资产组合采取杠杆手段或是卖空策略。

风险

你必须将对冲基金投资视为高风险与传统资产管理方式的组合。在这个前提下，你还应该意识到当市场下滑时，卖空策略是对冲基金经理可以运用的一种风险减压器，而对其他经理来说则用途有限。

总结与评论

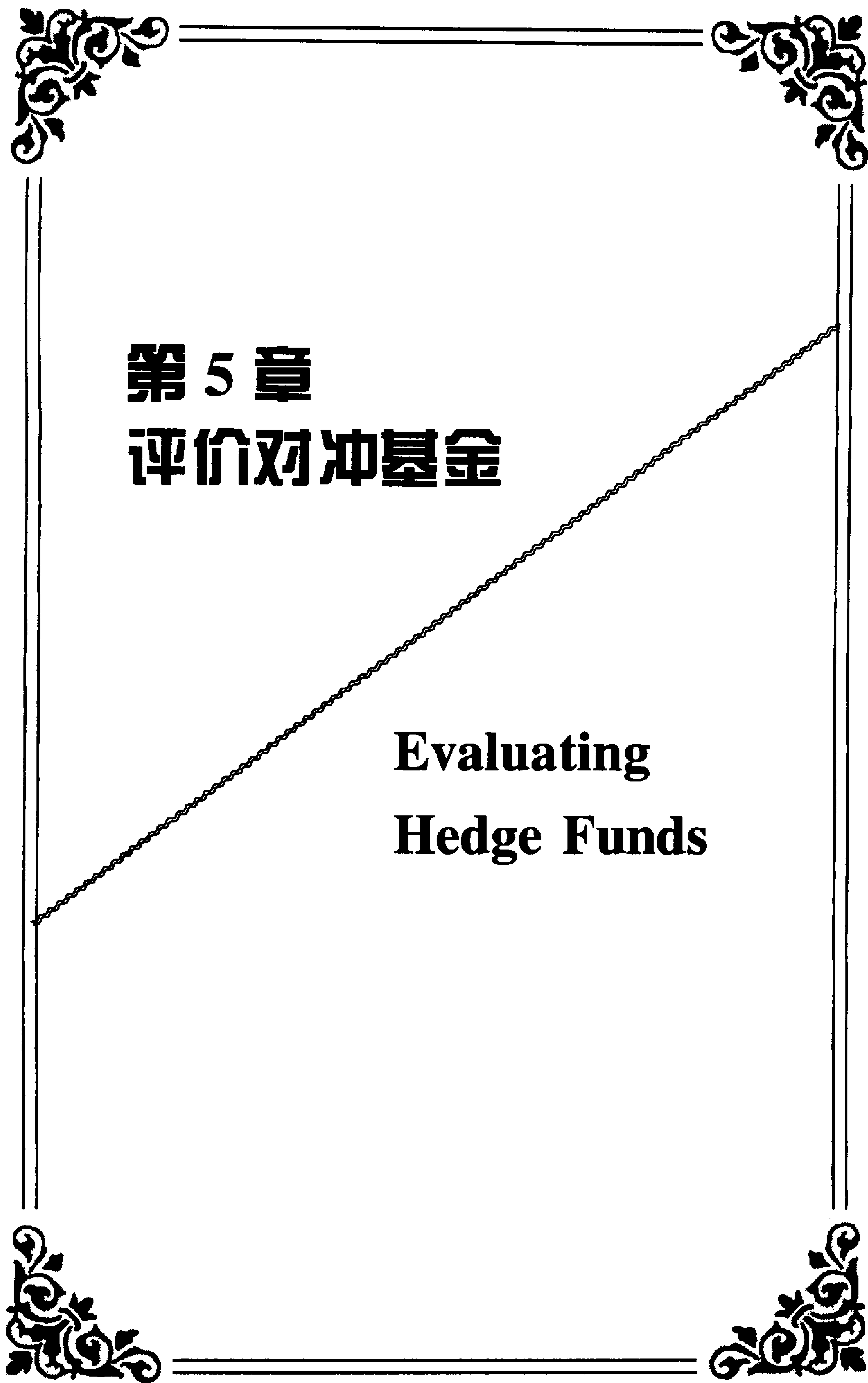
1. 在多数情况下，对冲基金投资涉及到很高的手续费，主要合伙人的潜在收入也很高，这些钱多数来自利润的划分（如果你赚了钱，他也一样）。因而主要合伙人就有机会赚取相对于其他职业和其他资产经理来说更高的收入。你要么从一开始就毫不动摇接受这种事实，要么就别投资。

2. 对冲基金的构架复杂，还有点不同寻常，这些构架是由主要合伙人/经理授意设计的。你在考虑是否投资于对冲基金时，必须获得专业上和法律上的帮助。

3. 对冲基金投资适合于那些了解其中错综复杂性的精明投资者，他们还必须能够承受潜在的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第5章
评价对冲基金

Evaluating Hedge Funds

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于对冲基金经理及其产品进行评价的目的，是为了甄别出不好的基金，挑选出优秀的基金。前一项判断要比后一项容易得多。如果再深入一步，想挑选出“最优秀的”基金，那就相当于在一批优秀的从业人员中挑选出极为出色的几个，这些从业人员都置身于一种在选定策略的前提下，维护自身利益的工作环境和个人环境之中。

业绩问题

有鉴于此，评价的过程应该设计得能够将不好的剔除掉从而甄别出好的，而且如果设计得非常严密的话，或许还可以在评价过程中发现最优秀的基金。评价的第一步就是列出从业人员名单以及他们的业绩记录。我们已经提醒过大家：在对冲基金领域，要想取得全面准确的业绩数据是十分困难的。大多数的报纸、杂志、商业刊物以及其他同类的媒体都无法定期获取或是刊登这类数据，尤其是关于经理个人情况的数据。有几家服务机构对投资收益率进行搜集，然后加以出售或是分发，但是你不能假定这些数据的搜集、整理和报告过程就是精确合理的。不管怎么说，经理的数目可能会数以千计，所以你还是得依赖于这些服务机构，以此作为归类、分析和建立联系的出发点。

可用的分析工具

对冲基金与传统的投资领域在许多方面存在差异，其中就包括可以用来对基金业绩进行剖析和核实的分析工具在数量上的差异。在传统的资产组合中，买卖的证券种类（trade tickets）是可以知道的，从而能够对单个证券、某类证券和整个资产组合的业绩进行评价。但在对冲基金领域，除非你财大气粗到可以要求单独设立对冲基金账户，你才能获取买卖证券的数据，否则的话你摸不清基金经理的交易情况。更糟糕的是，许多对冲基金只进行年度审计，因此投资者在对全年的阶段性收益率进行估计这一问题上，只能依赖于基金经理（或是主要合伙人）。不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅是数据本身可能存在差错，数据的整理和报告过程中也会产生误差。比方说对各月收益率进行平均，可能就会大大改变一家基金的风险外观，这家基金可能在一年中的某个月大赚了一笔，而在剩下的时间里却分文未获。还应该记住，扣除掉手续费、佣金以后的投资者所得才是最有意义的，所以你可能还得自己动手对总收益率进行调整。

没有挂牌交易的证券

更为复杂的是，对冲基金的资产组合中可能还持有不在交易所挂牌交易的证券。经理的证券报价可能来自与他共事的经纪商/交易商，甚至可能自己来给持有的证券估价。由于这种估价方法对业绩评价有重要影响，所以对所用的方法进行检验和澄清非常关键，尤其是对于那些交易量很小或是另设交易市场的投资工具而言。

收益率的离散程度

对于一组采用同种投资策略的基金经理，重要的是观察全组的平均收益率，以及单个经理收益率与全组平均水平的离散程度之间的对比，如果“打靶的结果”*非常密集，平均值的代表性就要比不密集时强。相应地，了解个体与平均值之间的离散程度，对于所检验策略以及使用策略的基金经理的整体认识来说是很有帮助的，下面我们将更详细地讨论这一问题。

图 5-1 对各种对冲基金管理资产的收益率以及传统策略管理资产的收益率进行了比较。其中传统策略与代表美国股市、国际股市和新兴国家股市的各种指数有相关关系。这张图提供了多种观察角度，但我们首先对该图进行解释和说明。

为了避免对计算结果和图造成扭曲，我们剔除了观察期内每类策略中排在最前面的 5% 和最后面的 5% 的基金经理。余下的基金经理被划入四批百分位范围中：第 5 百分位到第 25 百分位、第 25 百分位到第 50 百分位、第 50 百分位到第 75 百分位、第 75 百分位到第 95 百分位。这四批百分位范围有时也称为“四分位”（quartiles），代表的是图中各个堆砌的长方形区域。图下面列示了各分位点所代表的收益率以便对照。再看一看各种符号代表的指数，要注意标准普尔 500 指数主要

* “打靶的结果”（shot group）喻指各位经理收益率的分布情况——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与美国股市的收益率相关，而 EAFE 和 EMF 指数则分别与国际市场和新兴市场的收益率相关。任何一种指数都不与相对价值策略存在相关关系，只有标准普尔 500 指数在一定程度上与事件驱动型策略和权益对冲型策略相关。所有的指数都与全球资产分布型策略存在相关关系；卖空型策略只与标准普尔 500 有相关关系，而且是负相关关系。

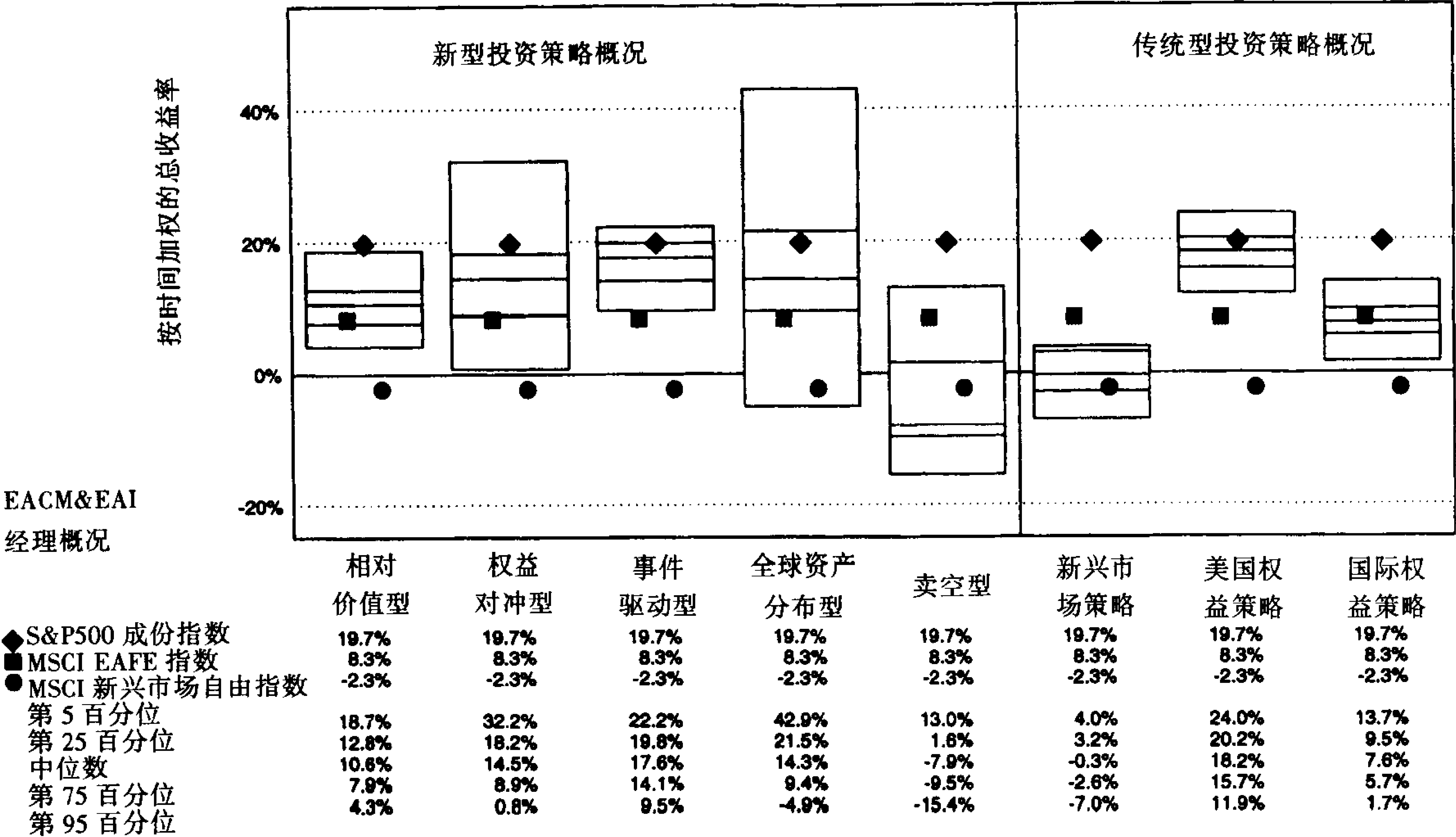
首先观察一下各个长方形的情况。长方形面积越大，该投资策略的各位经理的收益率差异也就越大。在观察期内，全球资产分布型策略的经理收益率差异程度最大，但其他投资策略的差异程度也足以证明：仅仅观察全组平均值是会产生误导的。还有一点也很重要：除了卖空型策略和新兴市场策略外，几乎所有的基金经理——无论其排名在哪个范围内——在观察期内都是盈利的。同样也是除了那两种策略之外，所有的长方形都在同一个“棒球场”上（ball park）。换言之，某种策略可能会比另一种策略从整体上胜出，但至少在观察期内，这种差异并不明显。这一事实可能会招致一些质疑。对冲基金难道不能超过传统资产类型（比如标准普尔 500）吗？有的的确如此，但是我们不能期望 S&P500 指数在正常的年份或是更长的时间里都能获得每年 19. 7% 的收益率。

收益的稳定性

在选择一位基金经理时，收益的稳定性也是一项不可缺少的特征。排名在第一批四分位里的经理当然是好的。但与在传统资产管理行业中的情况一样，非传统型和新型投资领域中这样的经理也是不多的。鉴于接下来的业绩比较过程可能会引起混淆，我们首先对运用于各种策略的比较模式进行说明。有一点很重要：每种策略的业绩比较都会有自身的特点，所以当你观察相对价值型策略的图表时，上面只列示出相对价值型基金经理的比较情况。图5-2利用1991 ~ 1994 年这一时间段作为样本期进行列表；同时要注意：图 5-3 到 5-7 的每一个圆圈都代表一位经理。

从图中可以看出，除了个别情况以外，各种策略的相关系数都很小。这表明单个经理在各个不同时期的业绩排名是相互独立的。分布情况主要集中在中部，而不是在右上方或左下方的框格里，这一点透露出一些规律，至少在进行日历年度间的比较时是如此。研究空战的学生估计：有 40% 的空战击落事件是由 5% 的飞行员造成的，这个发现给了我们一点启示，我们可以将它用来估计一位经理取得稳定收益的潜力，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



EACM&EAI 经理概况	相对价值型	权益对冲型	事件驱动型	全球资产分布型	卖空型	新兴市场策略	美国权益策略	国际权益策略
◆S&P500 成份指数	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
■MSCI EAFE 指数	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
●MSCI 新兴市场自由指数	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%
第 5 百分位	18.7%	32.2%	22.2%	42.9%	13.0%	4.0%	24.0%	13.7%
第 25 百分位	12.8%	18.2%	19.8%	21.5%	1.6%	3.2%	20.2%	9.5%
中位数	10.6%	14.5%	17.6%	14.3%	-7.9%	-0.3%	18.2%	7.6%
第 75 百分位	7.9%	8.9%	14.1%	9.4%	-9.5%	-2.6%	15.7%	5.7%
第 95 百分位	4.3%	0.8%	9.5%	-4.9%	-15.4%	-7.0%	11.9%	1.7%

图 5-1　新型投资策略与传统型投资策略概况

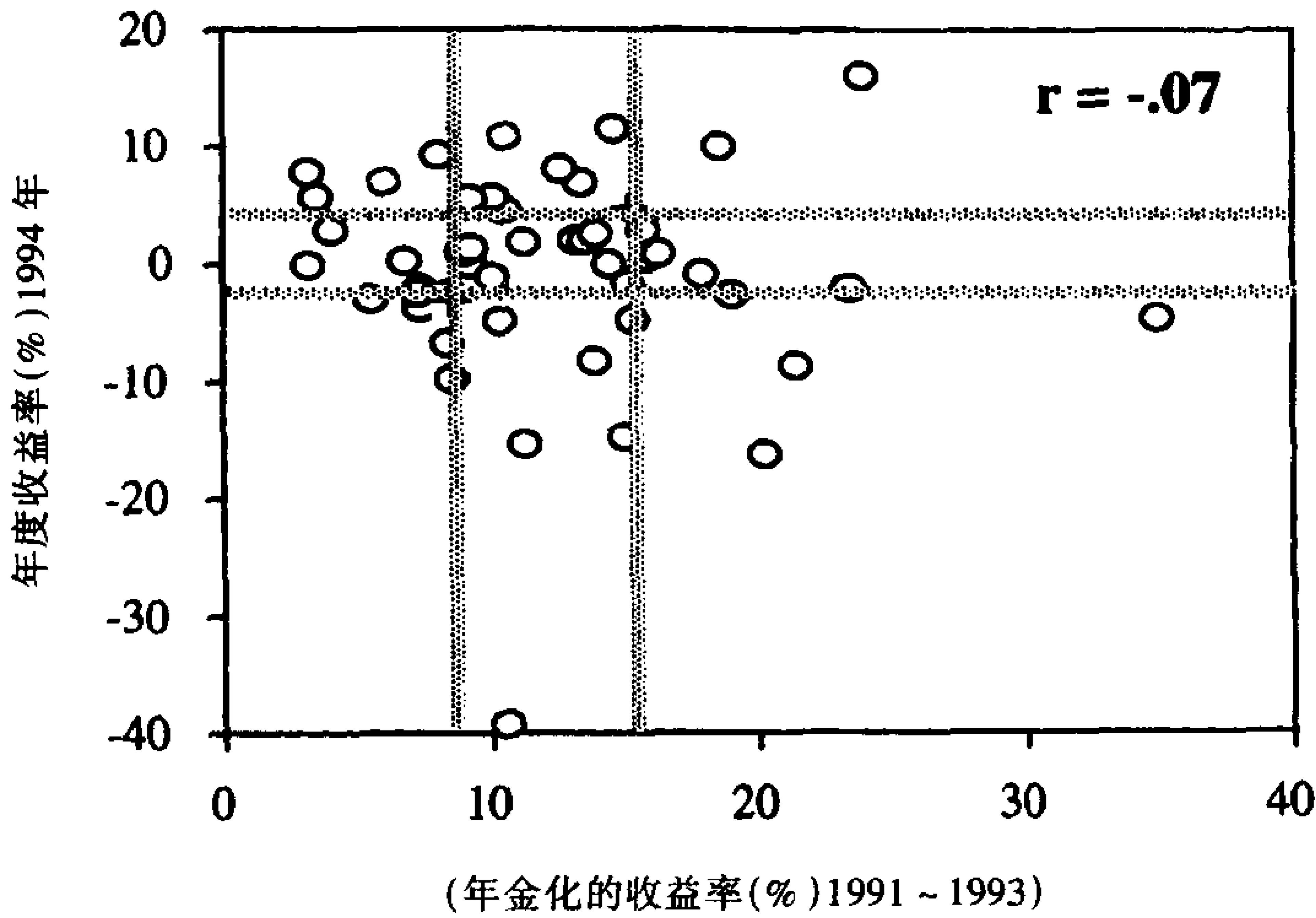
截至 1996 年 12 月 31 日的三年期观察值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1994	1994 年第 1 批百分位与 1991 年～1993 年第 4 批百分位	1994 年第 1 批百分位与 1991 年～1993 年第 2/3 批百分位	两段期间的第 1 批百分位
	1994 年第 2/3 批百分位与 1991 年～1993 年第 4 批百分位	两段期间的第 2/3 批百分位	1991 年～1993 年第 1 批百分位与 1994 年第 2/3 批百分位
	两段期向的第 4 批百分位	1994 年第 4 批百分位与 1991 年～1993 年第 2/3 批百分位	1991 年～1993 年第 1 批百分位与 1994 年第 4 批百分位

年金化 1991 年～1993 年

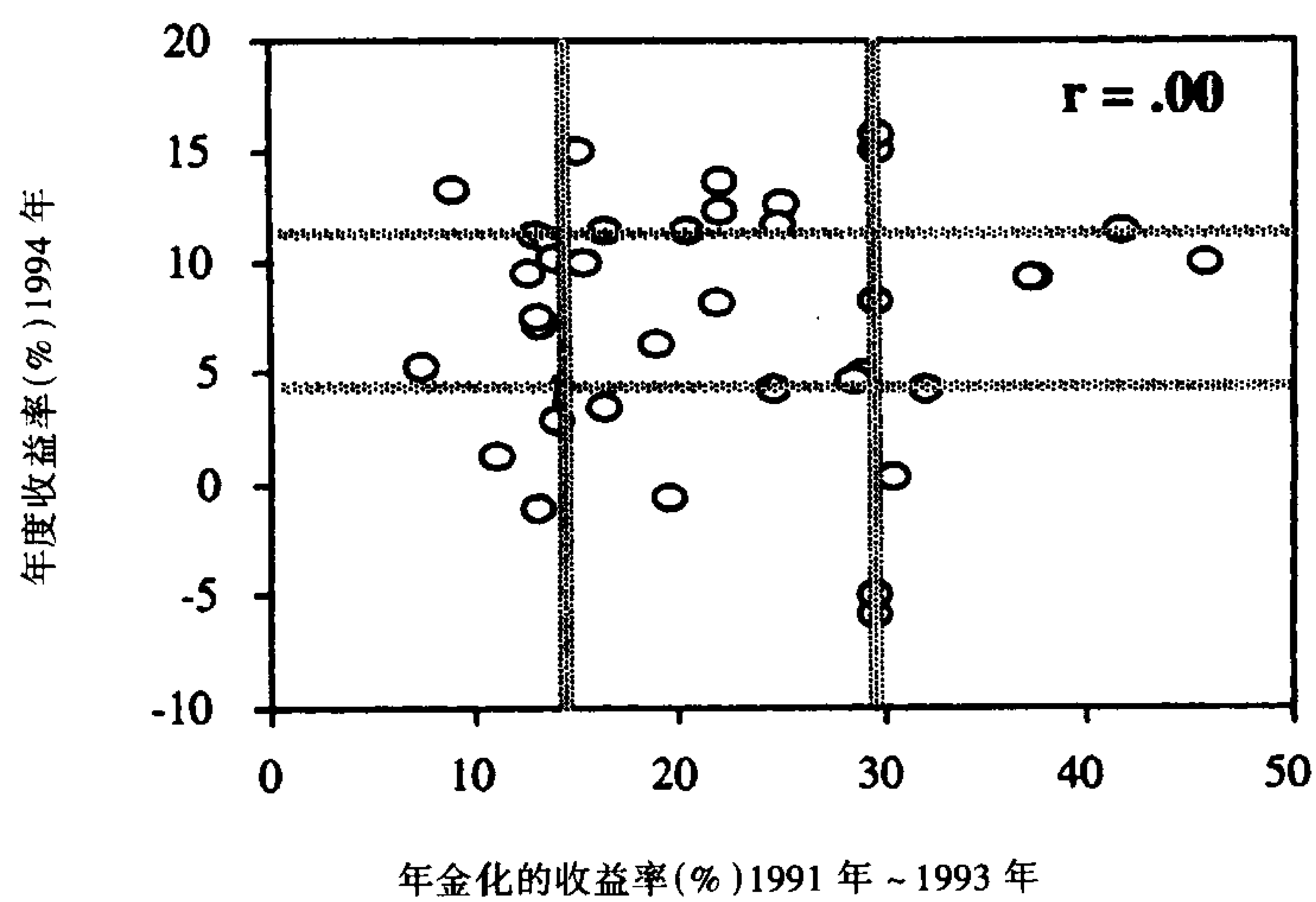
图 5-2　经理业绩比较



资料来源：EACM 新型策略概况。

图 5-3　相对价值策略

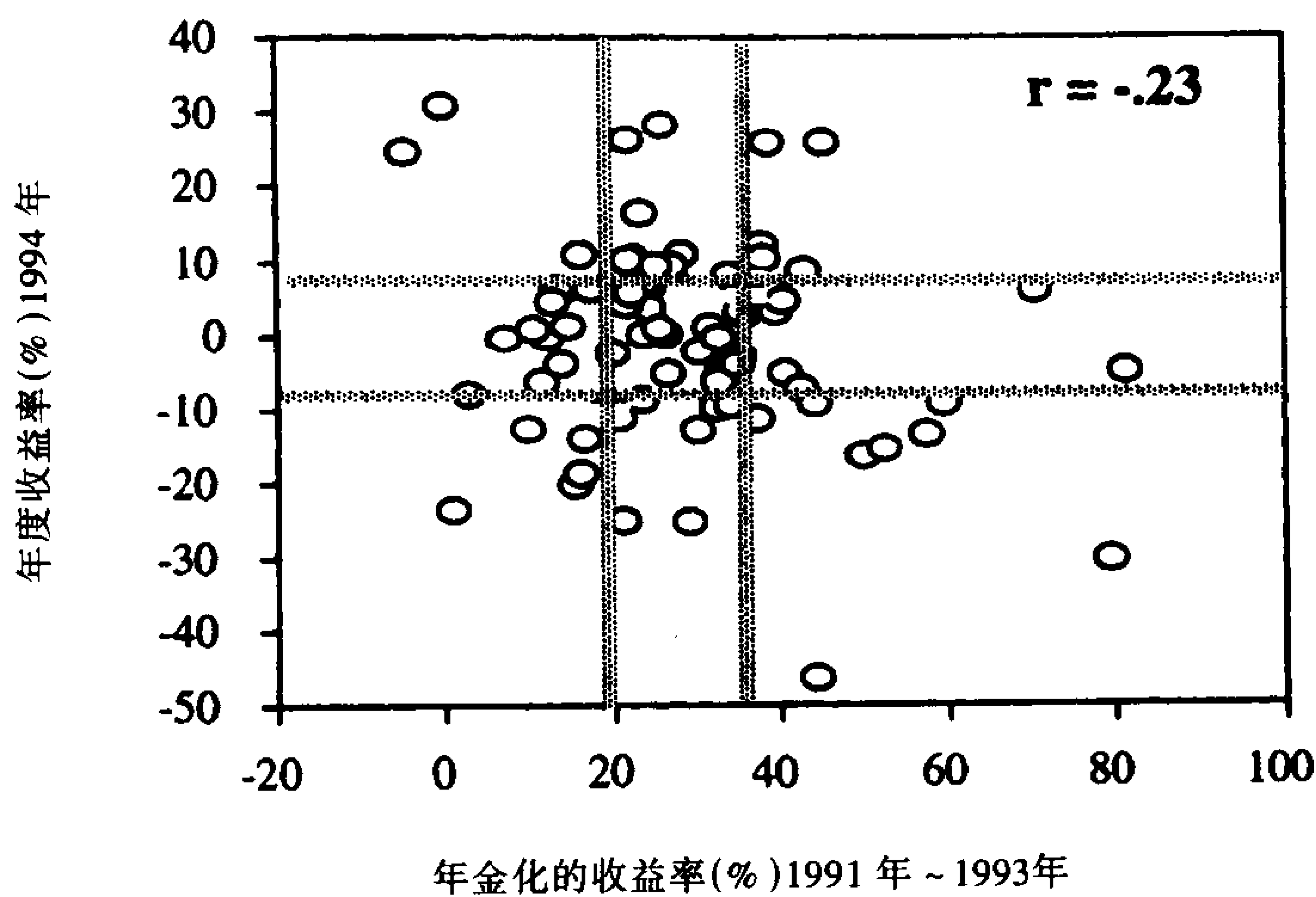
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年金化的收益率(%)1991 年～1993 年

资料来源：EACM 新型策略概况。

图 5-4　事件驱动型

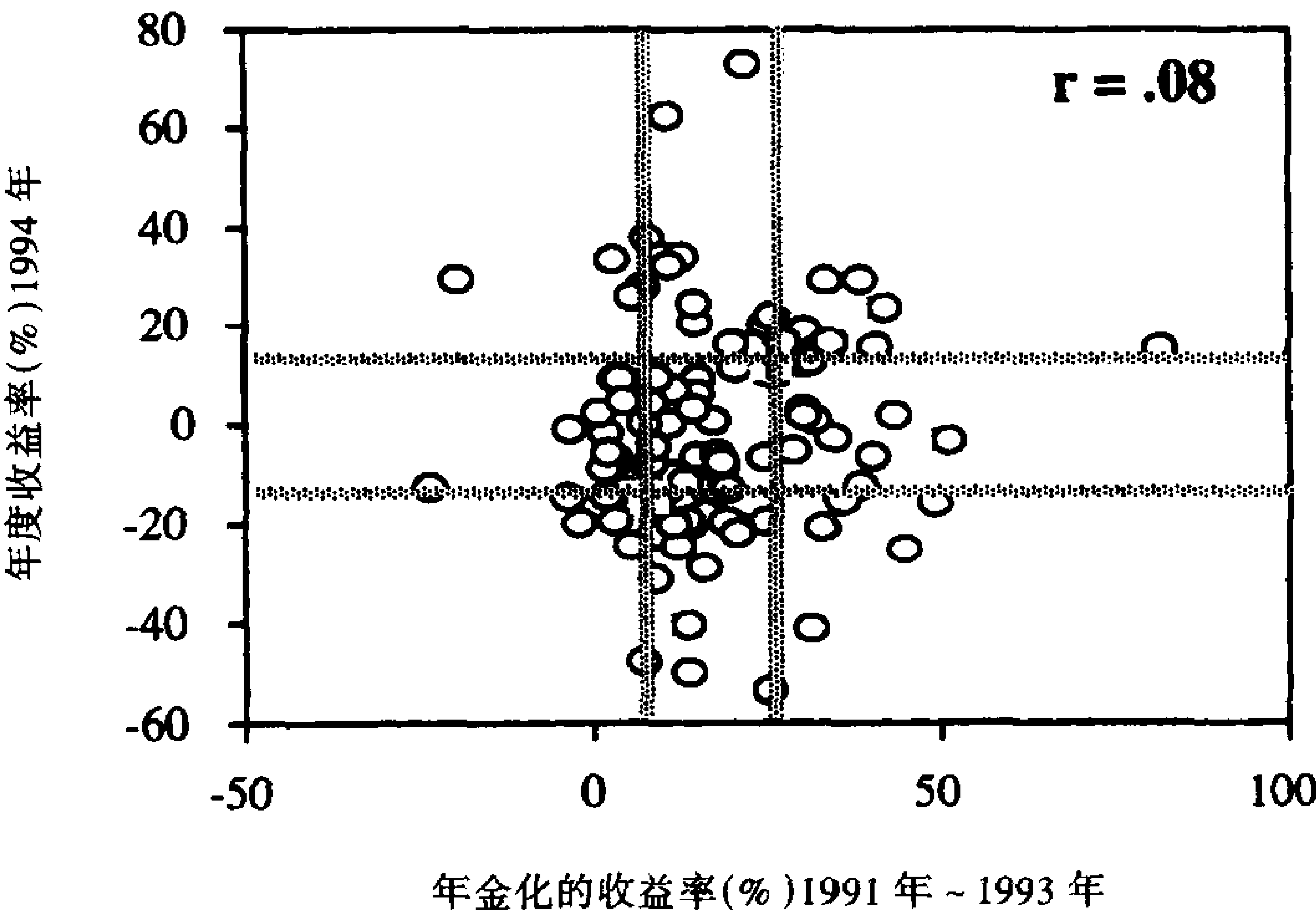


年金化的收益率(%)1991 年～1993年

资料来源：EACM 新型策略概况。

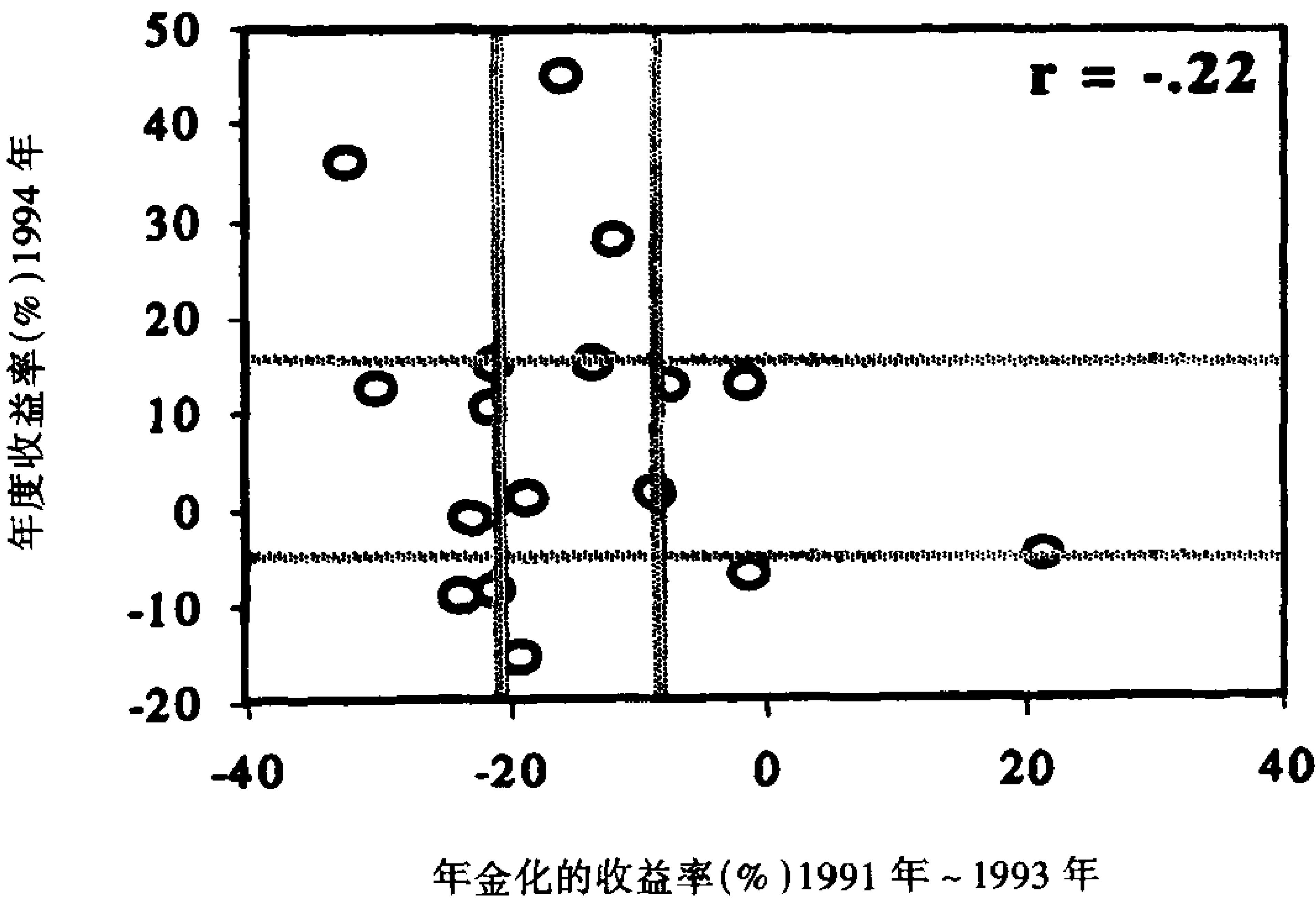
图 5-5　权益对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM 新型策略概况。

图 5-6　全球资产分布型



资料来源：EACM 新型策略概况。

图 5-7　卖空型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果是更加强化了选择合适的经理的重要性。

当使用有代表性的“历史收益率”进行比较时，由于对冲基金这个领域中的从业人员数量是不断上升的，所以有两项因素会使情况变得更为复杂。第一项因素是期末的样本平均值所涵盖的经理人数要比期初时多；第二项因素就是所用的数据会有“幸存者偏向”的趋势（survivor bias），因为表现差的经理会离开该行业从而未在数据库中出现。如果能获取那些不再从事对冲基金行业的经理的业绩资料，也应该在分析时将它包括进去。

信息与披露

在业绩评价时需要注意的另一个方面就是对经理信息的充分披露问题。要确保你所检验的任何数据，都反映了对冲基金管理的所有账户或合伙基金的业绩情况；并确认你对公司的运作章程已经有了充分的了解，从而能最好地确定公司所真正代表的利益。

要记住的是，除了个别情况以外，对冲基金经理只能做有限的市场推介活动；同时与传统型资产经理不同，他们不能也不会“上门拜访”——无论是亲自光临还是通过广告宣传，所以在你对基金经理进行评价之前必须得先找到他们，而这也需要投入精力。

许多高净值个人投资者向他们的朋友和熟人大力宣传“惟名气论”（the gospel of names）的原则，那些为他们管理资产的经理所取得的传奇般的成功，总是令他们沉醉不已。其他的潜在投资者，则必须依赖股票经纪人来安排那些他们所知道和尊重的对冲基金经理。也有的投资者利用咨询公司或是“基金中的基金”的管理者来获取经过整理的关于经理的概况。

列出候选经理的名单

除非你对于对冲基金的内幕情况有所了解，否则的话你必须想出一种主观的筛选办法，来减少候选经理的数量以便挑选。比方说，你可能只关注那些有着三年以上业绩记录的基金经理（实际上就是将那些创办伊始的公司留给专业投资者）。同样道理，你可以要求经理管理的资产至少在5000万美元以上。

下一步就是按特定策略（相对价值型、事件驱动型等等）、按年份、甚至可能的话按三年期和五年期等分类方法，将余下经理人的业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩进行排队。把那些落后太多的经理剔除掉，并对数据做进一步的研究。同样，在某种特定策略中，是不是有的经理业绩波动性比其他经理更大？是不是有的经理在排名方面更为稳定一些？

经过这个有点主观臆断的筛选过程，你就可以挑选出一批数量适中的经理以做进一步的筛选。注意：本书是写给初学者而非“专业人士”看的。如果你属于后者，你的能力和经验会以一种更类似于个人知识而非机械排名的方法来完成这个筛选过程。但无论是哪一种方法，经理的数量都会收缩到适合个人做进一步评价的范围内。

撇开具体的过程不谈，分析过程都会要求你或是某个可信赖的代理人去搜集那些有用的、可信的关于所评估基金经理的事件。最终的决策则取决于一种基于“感觉”和直觉的主观判断。前期的准备工作做得越好，做出的主观判断就越有客观基础。

关于业绩评价的问题最后再提一点，要记住那句老话：“过去的业绩纪录与未来的表现并没有什么必然联系”。对于对冲基金来说这句话尤其适用，对冲基金会受到某一个人的深刻影响，随着时间 的推移，这个人自然会发生变化，变得更为成熟。投资行业总是这样，如果只盯着后视镜来开车是会酿成悲剧的。

描述性的信息

在搜集关于候选经理人的相关信息时，摸清每位经理的背景材料很有帮助。我们接下来就逐项讨论各种信息，以明确每种信息的价值及重要性。

名称

弄清名称当然是再有必要不过了，但是出于一些令人不快的原因，对冲基金经理往往不使用自己的名字。比方说，一位主要合伙人约翰· 史密斯就可能不会把他的合伙企业叫做“史密斯合伙公司”，而是改用他所在街道的名称，或是另外一些不容易顾名而思义的名称。合伙企业的名称只是个很普通的问题，但如果把它与实际的合伙人联系起来，在讨论中就显得十分重要。我们已经记不清有多少次接到人们的查询电话，他们只能说出一个名称，而往往单凭这个名称是查不出什么资料的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业所在地

这个问题也不难，但是在选择经理过程中的最后阶段，地理位置较近或是个人的旅行方式都可能是重要的考虑因素。对冲基金经理倾向于集中在大城市里，但也并非总是这样，在最近的一项调查中，我们发现40%的对冲基金经理在纽约市及其近郊工作，5%在伦敦工作，在旧金山市和芝加哥工作的各占4%，余下的经理则分散在美国各地及其他国家。

主要专业人员

主要专业人员的身份和背景材料都是至关重要的信息。每位专业人员各有多少年的工作经验？在哪些公司工作过？所从事的工作是什么？在各家公司的任期是多长？在职务方面有没有过升迁？教育背景能知道当然很好，但它不如对所管理的对冲基金产品的了解来得重要。那些熟谙每种交易过程并投资于其中的人，会“泄露天机”吗？

管理的资产

了解以下信息是很有帮助的：管理的资产总规模、提供的投资策略和工具、投资者的数量以及投资者的身份。这些资料能透露出许多关于管理能力、投资方向和投资重点的信息。

组织/管理构架

你需要弄清楚你所投资的基金的法律构架、它的创办日期以及（如果基金有前身的话）其前身是什么基金等等问题。除了主要的专业人员以外，基金有足够的人手可以确保有效的管理控制吗？基金的后勤服务部门（back office）有足够的工作人员和工作经验吗？主要合伙人拥有多少股权？基金旗下有多少加盟的公司？如果注册身份是商品综合经营商（CPO）、商品交易顾问（CTA）以及经纪商/交易商等，通常能反映出基金对于一些投资工具的投资定位，这也许会对你有所帮助。

是谁在制订政策，谁在搞研究？研究的内部化（或外部化）程度，会增加（或降低）投资者对公司专业水平的信心。还必须调查一下是否存在未结诉讼（ongoing litigation），无论基金是作为起诉人还是作为被起诉对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提交经过审计的财务报告和撰写书面报告的频率（为什么不总是按月传真过来？），也是非常重要的问题。高层经理有对基金投资吗？如果没有，为什么？他们在投资方面遇到什么麻烦了吗？你在未来能把更多的钱投资给他们吗？手续费和佣金会不会增加？

投资策略

理解投资决策是本项工作的核心部分。提交的对投资策略的书面解释文件，也许没有像在当面访谈中说的那么明白，但是这两个信息来源（文件与访谈）可以提供相互补充和对照的作用。投资策略在长期内是稳定的吗？更具体地说，这种策略是否产生了良好的回报记录？如果没有，为什么？除了理解投资策略以外，投资的方法和目标与你的个人目标相吻合吗？还有没有其他使用同样或类似方法的投资策略？

资产组合的特点

资产组合的特点能对投资策略有所反映，因此要详细了解。这里的一些关键问题是：资产组合是集中化的还是分散化的？是全球型的还是地区型的？是不是专门投向单一市场/经济/行业部门的？是有偏向性的还是完全对冲的？是基本面驱动型还是系统性（技术性/动量）驱动型的？基金经理应该通过举例子来说明其投资方法，并列示交易头寸以及在不同证券、部门和公司之间的分散化程度等等。杠杆率和多头/空头资产组合的结构也常常被搞得很复杂，所以要不遗余力地弄清楚目前和过去的使用情况；这同样适用于衍生工具，它们综合运用的形式更多。流动性差的投资（私下交易）会影响流动性，所以对于这一项也要深入调查。总的来说，一个小投资者获取具体信息的难度很大，而大的投资者也可能一样。

合伙基金中有多少资产是由“外部经理”在管理？基金是否在聘用外部经理以获得更好的发展构思，因为它自身内部缺乏这种能力？亦或是因为基金在某宗交易中更信赖别人？最后一点：平单限价(stop limit)或是止损限价(loss limit)*的水平反映了大多数经理对损失的承受限度。

---

* 平单限价指令（stop limit order）也叫“停价限价指令”，它是指当市价触及平单指令的既定价格时，指令就变成一个限价指令。止损限价指令（stop loss order）则指客户将某种股票的售价定在低于市价水平上的委托指令。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服务条款

常见的提供服务的形式是有限合伙人和有限责任公司，但如果你的投资足够大或是你很有影响力的话，也可能为你单设一个账户。而对于无限责任的形式来说，关于手续费佣金和其他条件的磋商则更为开诚布公一些。无论是哪种形式，都要搞清楚是否存在亏损结转的机制，亦或是“潮标线”（high-water mark）的做法？（见原文第 80 页）。投入和撤出资金的权利显然会影响投资者进行投资和了解其资产情况的难易程度。

“管理层的风险敞口”说明了主要合伙人（可能还有其他与基金相关的重要人物）与客户共同投资的程度。在这一点上关键不在于具体金额是多少，而在于它占主要合伙人资产净值的比重是多大，这是一个值得调查的特征。

审计师、咨询员和清算代理人就是那些“相关人士”。你了解他们吗？他们适合为基金提供服务吗？

具体策略的评价

搜集信息当然是重要的第一步，但接下来呢？显然你需要进一步考察投资的方法、风格和投资哲学。书中的第 1 章列举了五种类别的对冲基金，有的类别还有相当数量的子类别。尽管各种类别的评价过程有许多相同之处，但关注重点不同，所以需要经理具备的能力也不同。

相对价值型

如我们前面所说的一样，相对价值型策略是惟一一种主要关注于，以对冲方式将各种头寸联系起来的策略。但是考虑到完全对冲几乎是（可能永远是）不可能的，所以对你的期望值要现实一些。最重要的是要记住相对价值型策略是一种风险厌恶型策略，因此高度集中或高杠杆率的资产组合是有悖原则的，在检查时要特别加以小心。

在相对价值型策略的各种不同子类别策略中，要知道**多头/空头权益对冲型**经理，是将他们认为定价过低的股票多头与定价过高的股票空头结合在一起，一般通过对市场、经济部门、各个行业、资本规模等方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面的侧重来对二者加以平衡。无论是运用基本面分析法还是数量分析法，值得信赖的基金经理都应该是彻头彻尾的分析师，对于各自侧重的市场领域有着丰富的经验。如果一家基金拥有的股票种类过少，组织管理混乱，办事粗枝大叶，对于投资领域知之甚少等等，都是与这类投资策略的保守型做法相违背的。

可转换套利型 经理则是买下一家公司的可转换债券（或是其他可转换证券），同时卖空相应数量的同一家公司的股票，以制造一笔对冲交易。由于这种策略倾向于使用高杠杆率，所以对风险的承受能力就是一个关键问题。这里需要指出的是：风险程度是随着杠杆率增加而增加的，经理所要做的分析也会呈几何级数的增加，确定可转换债券与股票之间的对冲比率是一门艺术，取决于各种除了交易之外使股价与债券价格产生波动的因素。在这里集中程度也是一个应该考虑的问题。

债券对冲型 经理略有不同，但一般也是买空一种收益率较高的固定收入证券，同时卖空另一种收益率较低的证券，并尽可能维持一种对冲的头寸。杠杆率和对风险的承受能力也是这里需要考虑的大问题。在这种策略及上述策略中，具备一定的市井之智是很重要的，而后勤部门对交易过程的了解和支持也同样重要，在卖空交易中尤为突出。最后，要弄清楚主要合伙人与你共同投资的金额占他个人资产净值的比例是多大，这会令你放心不少。这种做法在运用高杠杆率策略的交易中比比皆是。

事件驱动型

事件驱动型策略主要侧重于交易套利（deal arbitrage）和问题证券的投资（distressed-securities investing）。如前所述，交易套利策略是对冲基金策略中为数不多的行业数据完备的策略之一，这些数据包括交易的数量、价差、涉及的行业、交易的类型（股票、现金等）以及被撤消的交易等等。事件驱动型对冲基金的投资者应该时刻关注这些数据。

交易套利取得成功的关键在于对宣布的交易能做出迅速、详尽和有力的估计。基金的管理层有足够的人手或者外部咨询顾问来完成这项工作吗？对以前发生的交易进行回顾，将有助于你深入了解高层经理人员的工作方式；分析交易的回报率将有助于你对经理人员的能力做出判断。他们能够承受（亦或甚至是喜好）在高度监管的行业中从事交易的压力吗？他们是只要有可能就对冲交易，还是在有“实足把握”的时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才做？他们的资产组合分散程度如何？经理人员如何处理流产（失败）的交易？谁来最后拍板，关键人物整天都在干什么？经理人员在交易完成后是继续持有股票（表明他们对公司的确有了解），还是把目光转向下一笔并购交易？要知道，一个交易套利者如果成了“股票采撷者”，他承受的市场风险就比平常要大得多。而交易套利者会承担部分市场风险，是因为在市场下跌的环境下，交易中的各项因素会升级成为对市场的展望。交易套利者对这种可能的情况进行对冲了吗？

因为问题证券投资走的是另一条路子，所以你要特别关注那些执行不同策略的人。一般来说，问题证券投资所涉及的分析工作是许多人避而远之的，分析的难度也相当大。这种策略尽管需要直觉或者市场嗅觉，但它还是更多地基于基本面分析，而不是对市场时机的选择有着苛刻的要求（当然，对重组时机的选择十分重要）。对企业分析的关键在于对资产价值和债券的条款做细致的分析。公司面临的是根本性的经营问题，还是资本结构欠佳”？

如果公司出现清偿问题，即使是在破产的情况下是否有足值抵押的证券可供偿付?即使是破产，是否有足够的资产净值留给股东？你应不应该通过取得一批具有控制能力的证券来建立一种有影响力（可以参与协商）的地位？你应不应该通过参与债权人委员会来成为内部人员，从而能够了解所有消息，但会受到交易限制？

从事这种投资有不为人知的另一面，它不仅需要坚强的意志，以承受长期的投资风险敞口——这些风险情况就本质而言都是极具对抗性的；而且还需要投资者对自己的估值分析具有充分信心。简言之，从事交易套利和问题证券投资管理工作的人，需要对自己的分析能力有着极大的信心。

权益对冲型

权益对冲基金经理一般就是那些从传统的权益股票采撷者过渡而来的经理，增加了空方头寸的建仓量，既是为了反映他们的投资理念，也是为了从事他们认为是市场对冲的职业。

在这里要关注的问题与股票采撷技巧和市场下滑风险有关。这些经理懂得挑选股票吗？他们的净市场风险敞口一般是多少？其资产组合的分散化程度怎样？股票采撷者在对市场时机的把握方面似乎表现欠佳，他们对公司的前景有着一种迷恋，忘记了当市场下滑时，即使是好公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票也一样会跌。那时他们如何来控制风险？

如果你发现权益对冲基金经理的分析能力存在弱点，趁早撤出基金乃是上策。如果某种股票的持仓量（一般是多头，但也可能是空头）在资产组合中所占的比重达到了20%以上，那就是不正常的。你要找的经理应该是个为公司鞠躬尽瘁的人，而且勇于承认错误，卖掉不合适的证券。这一点也许就是这一类经理最大的力量源泉。

同样是建立在股票选择基础上的卖空手法，也趋向于成为权益对冲基金策略的一个内在部分，但只能放在第二位来考虑。同样的分析思维在卖空策略上就可能走样，而"正确投资"也会让位于"赚钱"这个目的，所以要弄清楚经理对这两者的把握尺度，尤其是要提防那些没有实际卖空证券经验的经理。

全球资产分布型

对于全球资产分布型策略几乎没法做深人的评价。要知道这种策略是在全球范围内做多或者做空，几乎运用了所有类型的投资方式，杠杆率和非杠杆手法兼而有之。其结果是基金经理相机而动，对任何潜在的盈利或损失都存在敞口。所以你必须关注最新运用的首选策略和投资工具，并对各相关领域涉及的人士逐个做出评价。他们具备相应的知识和经验吗？重要的还有，是谁来决定侧重于哪些市场和投资工具？投资业绩在哪些领域表现最为突出？哪些领域最不突出？为什么？

做为权益对冲基金经理的老大哥，他们在把挑选股票方面的技术拓展到金融期货和外汇交易方面做得怎么样？他们成为全球资产分布型投资经理是由于投资哲学的转变，还是仅出于资产增长率的考虑？如果属于后者，他们所投资的领域是他们具备投资经验或是有相当程度了解的吗？他们有没有雇佣合适的分析师，而分析师的结论对于决策又有多大影响？全球资产分布型基金比其他类型的基金更喜欢雇佣外部经理；所以需要确定具体雇佣了多少名，理由是什么。总而言之，应该深入调查的是经理的技术背景和组织的能力，而不是他们认为未来的走势应该如何。

我们先前对受基本面驱动的全球资产分布型经理和受技术性因素或者动量驱动的经理，在投资取向方面进行了比较，后者依赖于与投资类别自身的基本分析相对立的各种系统。对系统进行评价十分困难，特别是由于这些经理认为他们的方法论是最好的，而且还可能会告诉你"每

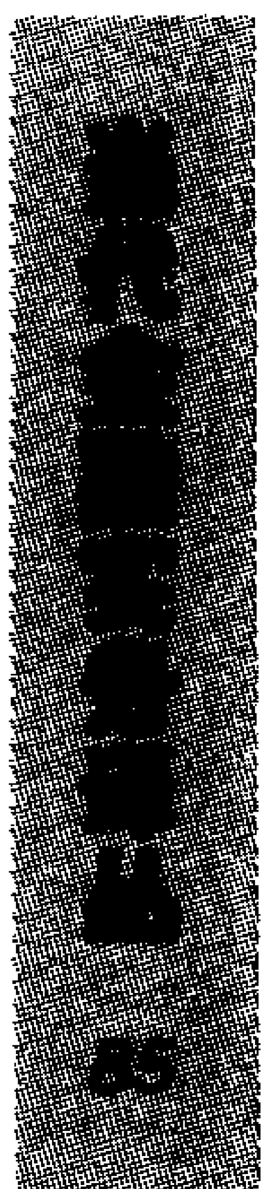
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人都知道这一点”。他们希望你理解的只是他们的投资理念而不是具体的组成部分，而你却希望能对后者了解得更多。你如何处理这种差异？去关注平单限价或是止损限价的水平，因为这种系统多数受市场短期动量（多头或是空头）的驱动，同时找出对波动性的承受能力。对每一种类别的资产都是适用同一种系统亦或是各不相同？在许多以期货为主的全球资产分布型策略中，基本面分析和技术系统是结合使用的，这会使分析的难度更大。对两种类型的系统你都必须进行评价，尽管你无法预知何者会促成未来的投资策略。

我们可以证明，对全球资产分布型基金经理的评价是最复杂的，所以要做好应对冗长和乏味的评估过程的准备。一句话，你如果不了解它，要么不要投资，要么做好充分信任别人的准备。

卖空型

卖空型策略作为单独的一类策略，需要的是一类特别的思想家，这类人试图在其他人还没有观察到潜在问题时对它加以利用。从分析结果来看，卖空者是一些古典的运用筛选分析法的经理人（bottom-up managers）*，他们试图对各公司做彻头彻尾的了解，不放过任何细节，旨在找出虚假的情况或是弱点——他们对这么做抱有尽大的信心，并情愿孤军奋战。一般来说卖空者的杠杆率并不高，他们由于对业绩差的公司极其迷恋，因而承担着极大的风险。



在本书写作之时，市场牛气冲天，卖空者损失惨重。按常规思维的人会只看到很差的收益率，并由此推断：卖空策略作为一种可行的独立策略已经不复存在了。这也许是不正确的，然而在这种环境下，任何对卖空型基金经理所做的评价都必须考虑到经理个人的道德观及意志力。他管理的资产足以维持企业的运转吗？经理会打起退堂鼓，在远期改做股票多头吗？经理在基金上已经损失了多少资本金？主要的职员还会干下去吗？公司是否正在转变其基本的投资理念或方法，以减少风险？你或许对于卖空型基金能够渡过困境这一点有把握，但这里涉及的主要问题更多的是与具体从事工作的经理有关。几乎在任何时候卖空型基金经

---

* 筛选投资法是与“全景投资法”（top-down approach）相对而言的一种投资方法。前者指考虑经济趋势的影响，对公司进行逐一分析；后者指先看总的经济趋势，然后选择投资的行业，再选择能得利于这些趋势的公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理都坚信暴风雨即将来临，但是他们能熬到大雨落下的那一刻吗？

决策过程

对基金经理评价中的定性分析部分，是在搜集信息的基础上进行的，可是并非搜集了信息就万事大吉。在与经理交谈过程中了解的信息和留下的印象，相对容易使你给经理做出负面的判断意见。比方说，经理可能显得咄咄逼人，或是并不了解资产组合中的每一种投资工具。而他对相关的市场或证券缺乏了解，以及不愿或无法提供数据也是让你产生戒心的原因。但从积极的一方面看，你可能会发现研究与决策过程井井有条，并有许多事实为证。你还可能发现主要合伙人与雇员的目光都很犀利，雇员的离职率也很低，而所管理资产的规模也以合适的速度在增长。在评价经理方面如果具有经验当然会有所裨益，但如果一个人办事认真投入，推理能力很好，学习新事物的能力亦很强，那么他一定可以做得很出色。

要知道，前面所述的过程其目的是要按许多特点，对每一个基金经理进行评价或者说“打分”，以得出聘用亦或不聘用这样的一般性结论。当然，还有更多的特点和可能的结果不是这里所能论及的。前面的例子已经证明，“好”与“差”通常都是相对而言，取决于具体的环境和策略。而且，你可能会对不同的经理在同一个问题上做出的类似答复有不同的反应。即便如此，一旦你得出了一系列自己感到满意的评价结论，你还是会发现很少有一个经理完全归属于消极或积极方面，你的结论也无法得到简化。为了得出最后的结论，可以运用以下几条规则。

规则 1：仅仅一个负面的因素就可以支持不聘用某位经理的决策，而没有哪一个正面因素可以独立支持聘用某位经理的决策。个人在合伙企业中投入的资本过少、基金经理或是其亲密家属患有重病、公司的解散、监管上出现严重问题、在对基金的监测要求方面缺乏合作精神——这些事件中的单独一项都可以作为不聘用某位经理的理由。另一方面，即使某位经理在过去 10 年中每年的业绩排名都在前 10 名内，仅凭此一项也不足以作为聘用他的理由。

规则 2：在各方面的特点中，积极方面占多数的经理是合适的聘用人选，而消极方面占多数的就不能予以考虑。此外，与竞争对手的积极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面和消极方面进行比较也是可取的做法。比方说，某个声誉良好的基金其专业人员经验丰富、业绩甚佳，但也可能面临适合其投资风格的资产规模增长过快、或是专业人员的队伍扩充得太快等问题，在其他条件相同的情况下，如果某个经理没有面临这些问题，那么他是最佳人选。

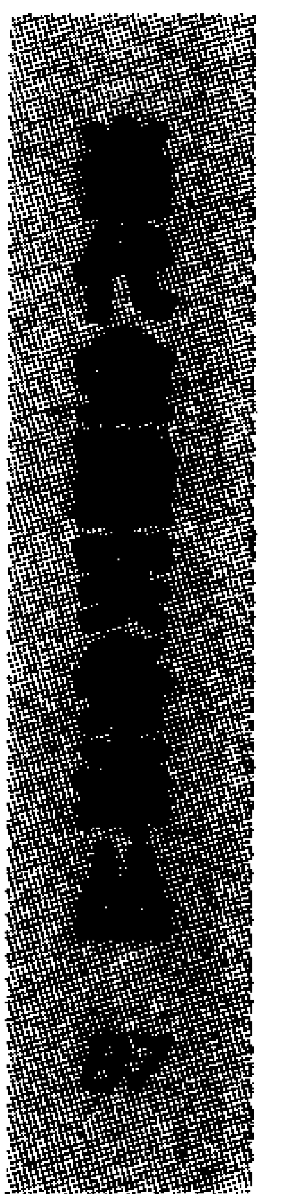
有的人贪图方便，跳过最初的研究和筛选过程不管，仅仅依赖于朋友的推荐 。在这种情况下，他们在与基金经理会谈时准备得很不充分。这样的做法不宜提倡，而且最终会付出惨重的代价。

对冲基金的评价过程很少是以“选美节目”的模式来做为结束：这种场面相对地赏心悦目一些，5 位参加最后决赛的选手在你或是你们评委会面前一一亮相，其实你对他们只是刚刚认识，有一面之交而已。但如果在此之前做了必要的研究工作的话，这种方式倒是可以提供一个比较的论坛，有助于决策。不过比较工作通常做得比较匆忙，从一位经理转到另一位经理，而做比较的人还得目光锐利，专心致志。

无论是采用哪种方法，你在会谈过程中还是会有一种被对方打量的感觉，这就有点像是加人一个俱乐部，俱乐部的会员们在筛选着未来的会员，而他们自身也在别人的筛选之下。换句话说：“你在打量他们的时候，他们也在打量你。”

要找出最棒的经理，或者甚至只是找出对你来说最棒的经理，即使不是不可能也是难度相当大的。但是，你可以把你认为“不错”的那些经理单列出来。我们已经说过，这个过程要冒很大的风险，所以没有一个人会只聘用一名经理，相反他会聘用多个经理来运作基金。这样的做法当然可以使风险分散化，同时还使得评价和挑选过程的压力减轻许多。从本质上看，这样聘用多个经理的做法源于人类的本性。对冲基金的投资者寻求较高的“与特定的经理相关的阿尔法值”(manger-specific alpha，关于阿尔法值请参阅原文第 3 页，它表示收益差——译注)，同时愿意承担较高的“与特定经理相关的风险”（manger-specific risk）：这样的风险可以分散化，而且我们认为也应该将其分散化。如果你是个完美主义者，追求尽善尽美，你就会相对容易地从多位经理的情况和实际工作经验列表中将“最棒”的甄别出来，将你的判断基于一种生动、紧密的联系之上，而不是采用选美节目的套路，成了“从 20 名选手中只挑选一个。”

最后再提一点，出于礼貌和惯例的要求，应该尽可能快地将评价结果告知胜者与败者，如果合适的话，还应该向他们提交对于评价结果的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解释说明。考虑到基金经理为了推介自己所付出的时间与费用，以及他们较高的心理期望值，应该采取这种做法。当然，双方之间保持一种良好的关系对于未来业务的开展也非常重要。

要知道在你还没有挑选基金经理之前，你已经做出了一些对你的资产组合将产生重大影响的重要决定，这些决定包括把你的资产从传统型资产管理方式转移到对冲基金、转移的数量、基金的策略以及以后对基金的监测过程等等，尽管基金经理的挑选工作十分重要，但你在此之前已经向目标迈出了一大步，而对各个经理的分析工作又使得距离目标更近了，从这个角度说，经理的挑选工作并不是一个“要么全有，要么全无”的决策。

总结与评论

1. 前面列举的关于评价对冲基金经理的定量和定性的标准，只是提供一种参考的依据。事实上，无论是什么类型的投资决策，都找不到一个准确无误的公式，可以保证筛选出来的经理就一直能实现其目标并且比其他经理表现得更出色。

2. 对冲基金在特点上并非完全一致。事实上不仅五大类投资策略之间存在着差异，即使各个策略内部也存在着差异。你必须弄清楚各种策略以及它们与你的目标吻合程度如何，在对基金经理进行评价时，你必须先弄懂投资策略，然后才对他们进行分析 。

3. 评价过程涉及资料的搜集和进一步的分析。资料的搜集首先从对管理业绩的筛选开始，然后针对通过第一轮筛选的经理，列出其在投资和组织结构方面的一些定性材料。在最后的分析阶段，定性的评价远比业绩来得重要。尽管二者都不能保证成功，但是前者能比后者反映出更多的内部情况。

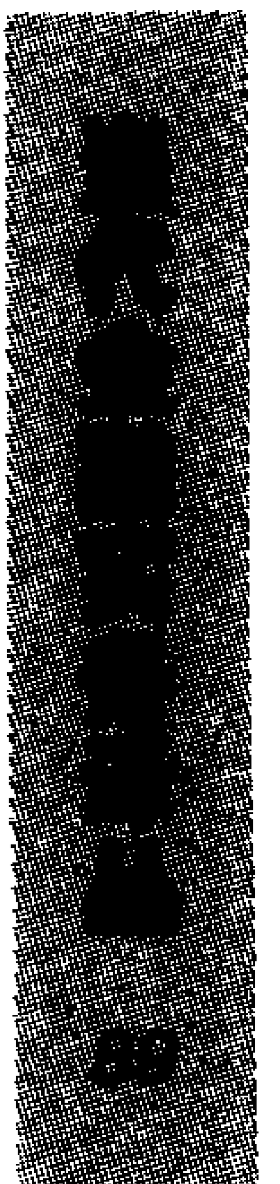
4. 对基金业绩进行分析需要谨慎小心和充分的了解。“经理的平均业绩表现”这个概念在对冲基金世界的代表性，远不如它在传统资产管理业那么强。在对冲基金经理之间差异程度一般要大一些，因为这个行业对经理能力的依赖程度要高于对市场行为的依赖。因此基金经理的挑选工作以及经理特点的多样化就显得尤为重要。

5. 对冲基金经理并不显得十分随和，因为他们认为推销自己的服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务（尤其是那些较大的成就显赫的基金）不值得占用他们的时间。所以他们对提出的质询也会有所选择地做出回应，更希望只是“接受订单”而不是去推销自己，你得对这种情况有心理准备：要么“买下他们的名气”（buy their reputation），要么别搭理他们。我们建议后一种做法，除非他们愿意向你提供必要的信息以便做出合理的决策。然而，对冲基金的组织规模一般都不大，所以你要么是得到最好的，要么是得到最差的一两个人来管理基金。组织规模较小的基金有更为开放的倾向，也更乐意接纳新成员。

6. 并没有什么指导办法能够告诉你，什么时候聘用或不聘用某位经理。可以这么说，对冲基金是最为明显的一种管理资金的艺术形式，它使得科学方法的运用即使不是不可能，也是非常困难的。问题的关键在于搜集到关于经理的重要资料，如果他们不愿意提供资料，就不对他们做进一步的考虑。如果他们愿意提供，那么你就得专心致志地分析，以做出明智的判断，如果你无法理解这些资料或是不能对它们加以分析，那就不要投资，只有在对可能发生的后果有充分的心理准备的情况下才进行投资。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第6章
监测对冲基金

Monitoring Hedge Funds

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阅读完前面各章之后，你或许会认为监测对冲基金是一项毫无意义的行为，因为主要合伙人不会透露给你太多的情况，而且你的资产至少在一年之内动弹不得。这些看法都很有道理，但是还有其他应该考虑的问题，包括以下支持监测工作的理由：

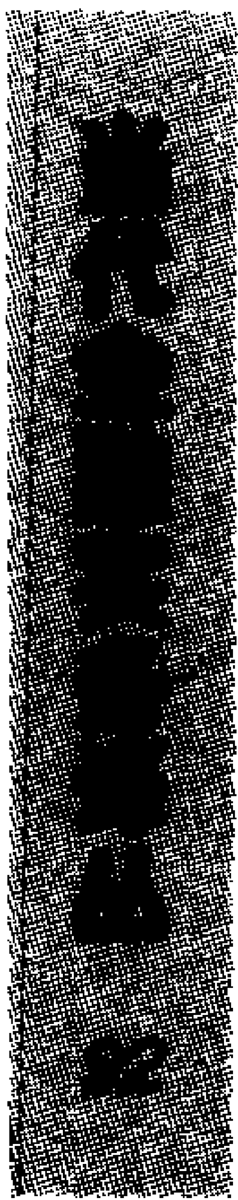
◆雇佣一名投资经理是一种授权行为，按照常规，需要对这种授权行为进行不断的检验。

◆进行监测能提高我们的责任感，而责任感是我们管理资产和成功理财时必不可少的一项因素。

◆在全球化的环境下，进行监测可以保持知识上的同步。

◆监测基金也是一种风险管理的形式。

◆监测过程中，不仅可以对选择基金经理的决策做出验证，还可以对个人投资者或是基金负责人的目标及指导思想进行验证。



我们应该对试图监测基金经理的行为做出客观的评价。尽管有些主要合伙人的态度很不友善，行为举止怪异，许多人甚至自负得让你无法有机会与他交谈；但是大多数的主要合伙人还是平易近人的，如果你正在进行监测，甚至把监测作为投资于基金的一项条件（比方说作为挑选经理工作的一部分），你将会发现有的坚冰也是可以打破的。事实上，许多主要合伙人对于进行沟通还是持欢迎态度的，尤其当你不是代表新闻传媒，或是想为自己和朋友来窃取投资想法的时候。如果你是个聪明人，拜访的次数也不频繁，主要合伙人甚至可能会对进行交谈极为赞赏。

下面是一些应该牢牢记住的基本原则：

◆基金业绩好的时候登门拜访会受到更好的接待，但即使业绩不好，只要登门不是为了兴师问罪，一样会受到欢迎。

◆ 拜访频率不要超过每月一次（正常情况下），并使拜访的目的明确，时间不要长。

◆要乐意与基金的基层工作人员交流，但尽量接近那些“大人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物”。

◆如果不能了解到主要的投资头寸是什么，就把问题集中在一般的领域，比如高层经理是否看好美元，或者是他们是否通过采撷股票获利，如果是的话采撷哪些股票等等。

◆通常情况下，空方头寸的消息是严格控制的机密。华尔街最喜欢干的事情就是通过购入股票来打压空方，直到主要合伙人被迫购回股票平仓为止。

◆你的目的是了解主要合伙人的投资策略，并且如果可能的话，按照一种能让你知道业绩来源的方式来分析业绩。只要付出努力，你可以搜集到大量的信息来达到这个目的。

有限责任合伙人与独立账户持有人

如果你只是基金的有限合伙人，你实际上只有几个招数可用，以最大程度地了解资产组合的情况。但如果你足够财大气粗，可以单设一个投资账户，监测基金这个概念就不一样了。如果你是个独立账户的持有人，账户的所有权是你的，那么尽管你也会把决策权交给某个同样是合伙企业主要合伙人的投资者，你仍然有权过问一切交易，这样的话，你至少可以每天观察一下资产组合的情况。

尽管持有独立账户可能会削弱你的风险概念，它也一样会增加风险。例如，如果资产组合中运用了杠杆率如借款或衍生工具等，那么你的潜在损失就不仅仅限于独立账户的规模，而是该账户可能产生的任何负债。比方说 ，主要合伙人通过借入 100 美元对你投资的 100 美元进行了举债运作，但不幸的是 200 美元全部亏掉，那么你也要对主要合伙人借入的 100 美元负责，（但如果你只是一个有限合伙人，你就不必负责）。此外还有一个大问题就是：如何估算资产组合的风险，该资产组合可能是多头或空头、对冲的或是没有对冲的、运用或者是没有运用杠杆率的、国内和/或国外的等等。简而言之，要弄清楚“什么是你所有的”并不是件容易的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监测风险

风险监测系统的确存在，而且作用也很大，但我们现在只讨论“艺术形式”这个问题。也就是说，即使你看到了走势图，你如何在不能与基金经理每日交谈的条件下，揣摩出他脑子里的想法呢？一位相对价值型基金经理可能会每天送来一份含有600个投资头寸的资产组合报告，而你就必须确定哪些头寸相对于其他头寸来说对冲得更好。需要指出的是：仅仅具备关于投资头寸的一般知识并不就能让你把事情看得清清楚楚，而如果你并不准备处理可能的后果，你就不要去承担开放式的债务(open liability)。

一种风险监测系统（如果你具备的话）在信息的汇总和报告方面，如果能做到实时运作的话是最好的，但至少也应该逐日报告。同样重要的是，它必须具备报告真实风险概况的能力。此外，这个系统应该完全独立于经理的变量输入，但与经理的资产组合结构保持充分的一致性，以免每天出现类似于“荷兰股票的多头是否与德国马克的空头对冲”这样的争论。换句话说，理想的监测系统应该是充分独立的，但同时顾及经理的逻辑思维。

现实地说，实时的风险控制是很难实现的，而简明、信息量大的风险监测系统则更切合实际一些。只要努力，你可以把风险的一些难点问题综合在一起，但不可能把所有问题都考虑到。最后一点，作为一名投资者，你应该开发或者掌握自己的一套风险监测系统，并在必要时与经理进行沟通。

风险的构成因素

监测风险并不意味着仅仅了解资产组合的内容，而且还意味着将各项风险因素分类汇总，以便进行有意义的分析 。当然有一些最重要的因素是要了解的，包括：杠杆率的数量、使用的衍生工具类型、多头/空头比率和相应的结构（比如多头与空头是不是处在同一个行业）、资金在公募证券与私募证券之间的分配、是谁或者哪家机构在为这些证券定价、投资的集中程度以及投资的各个国家和币种等等。概括起来说，一个风险监测系统应该能够及时地反映资产组合的风险/收益特征、它们与经理既定目标的吻合程度等，最后还要反映出运用的多重经理策略的成功程度，这些策略是为了在整个资产组合基础上，实现风险分散化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和提高收益率而施用的。

时效性与交易来源

我们再对这一个问题稍做讨论，探讨两个重要的监测话题：时效性（timeliness）和交易来源及定价。实时意味着一笔交易在它发生时就记入风险监测系统，如果你可以随时了解资产组合的结构，那么你就只需要解决主观判断因素的问题——亦即这笔交易对于资产组合的风险/收益结构，将构成好的还是坏的影响。如果你只是在当天交易结束或者第二天早晨才能看到发生的交易或者资产组合，那么你的监测效果以及任何可能采取的控制手段的效果都会受到削弱。而按周/月或者是更长的时间间隔进行观察，更是会大大降低对风险的了解和控制。与传统的资产类型下人们按季监测或者至多是按月监测的概念不同，对冲基金的资产类别对于市场和其他与投资相关因素的敏感程度，要远比多数人所认识的大得多。你必须与对冲基金保持尽可能密切的联系，当然要比对传统资产管理密切得多。

交易数据的来源和谁为持有的资产定价这两方面也值得注意。理想的情况是，经理人直接将数据的来源提供给你的风险监测系统或者信息服务机构，而由公开市场来对持有的资产进行定价。要记住：许多经理是不允许别人探听资产组合情况的；其他的经理则只是以对他来说方便的形式或者概括性的寥寥数语搪塞了事。所以你必须接受的事实就是，有的经理为什么连资料都不会提供给你，而有的经理会在资产组合的实际情况方面提供一些概括性的监测报告给你。此外，有的经理甚至是所有的经理实际上可能是自己来给持有的资产定价。与生活中的许许多多事情一样，你所想要的和你实际得到的往往是两种不同的事物，但不管怎么说，有，总比没有要好。

在资产组合的透明度与经理的“地位”及基金规模之间，存在着一种重要的替换（trade-off）关系。以有限合伙人的身份投资于风险资产，要求你密切关注基金经理的行动，但一些经理不让你这样做，而其他的经理只提供“大路信息”，就更不用说你所需要的时效性和准确性了。更不幸的是，那些管理基金的规模越大、越有成就和知名度、执业时间越长的经理，在风险监测问题上就越难打交道。所以如果你真的想要深入地进行风险监测，可能就只能去找那些创业伊始、不为人知的经理，二者的妥协是最可能得到的结果，即不同身份的经理人，提供不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

透明度的报告。无论如何，你不可能只考虑和评价那些有利于开展风险监测工作的基金经理，只有在理想的世界里你才能做得到这一点。

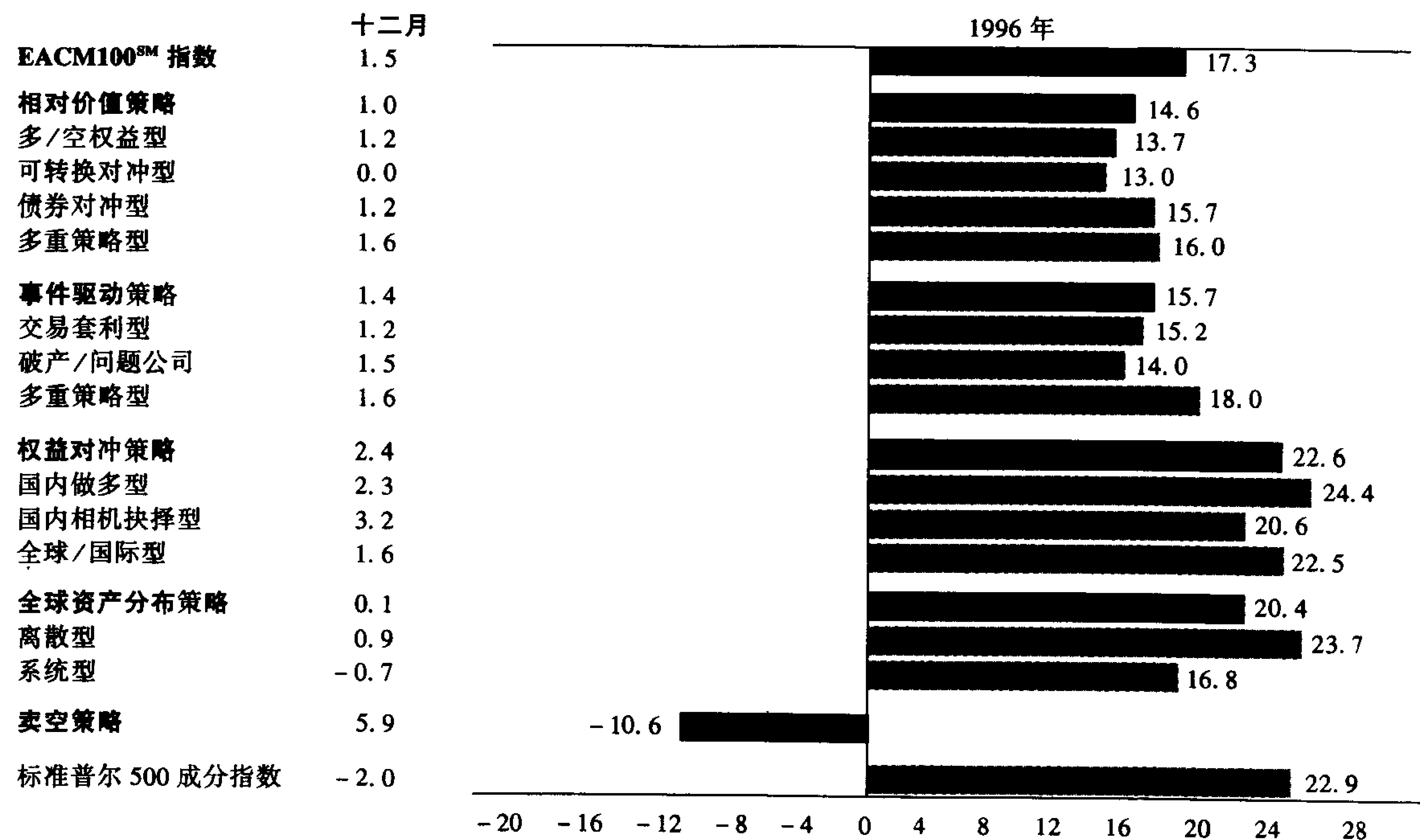
与经理人和市场保持密切联系

无论你是通过电话、办公室拜访、午餐会还是正式的风险监测系统等形式来对基金经理进行监测，你都必须做到对世界各个公开市场上发生的事情以及你的经理保持密切的联系。有的指数要比其他指数具有更强的相关性，这取决于你的基金经理所运用的对冲基金战略，不过宏观经济参数无论在哪里都同样重要。比如你在任何时候都需要知道美国、德国和日本市场上的情况；如果你的一位经理投资于西班牙的证券，那么西班牙市场也同样重要。简言之，整体的监测过程和对个别风险的监测都是多维度和持续性的，这意味着你不仅需要了解不同的交易或投资战略，而且还需要了解世界范围内的经济和政治事件的整体概况。大多数人会对从事监测如此多个不同市场的工作产生厌倦情绪。你或许会问为什么主要合伙人作为专家不去完全承担起监测风险的责任，答案就在于对冲基金的投资者必须是一个“懂行”的投资者（informed investor）。总的来说，与国内外的股票和债券市场保持同步并不需要付出太大的精力，每天的报刊杂志、网上服务和其他常见的传媒都充斥着大量的信息和指数。需要说明的只是，对世界市场的监测是每日必做的工作，所以要抛开做壁上观的念头，哪怕只是一天。

与同类基金的比较

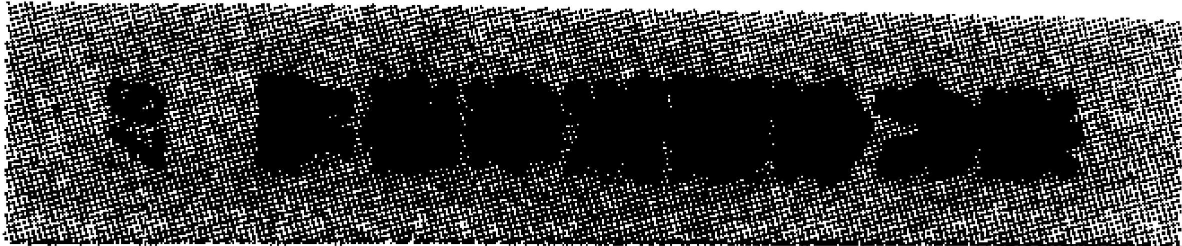
从事对冲基金工作当然需要对指数的变动保持关注，可是你还需要知道你的基金经理相对于同业人士的表现如何。下一章将详细讨论我们对基金进行比较时所采用的 EACM100 指数。图 6-1 列示的是 1996 年 10 月和 1996 年截至写作本书时为止，全年的各类对冲基金策略的业绩表现。（附录 II 则列示了截至 1997 年为止的数据）。图 6-2 集中列示了卖空策略的 1996 年月度收益情况。通过观察这些图，你可以从策略选择本身和你的基金经理在相应策略中的表现排名这两个方面，对于你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以上指数由一些特定投资管理人员提供的未经审计的数据加权平均计算所得，这些管理人员系由“评估联合资本市场公司”(EACM)依据其制订的标准挑选的(EACM 可能会单方面对标准进行不时的修改)。相应的业绩数据已经扣除了管理人员的既定费用，反映了投资管理人员经手的投资工具的收益率，代表了所有依据事先确定的某种投资策略进行管理的账户。所有的这些业绩数据及其代表性并不由 EACM 独立承担证明或核实责任，EACM 也不对其准确性负责。EACM 不承担任何更正或更新这些数据的责任。以往的业绩记录亦不对未来的表现有任何提示作用。这些数据仅仅起参考作用，不构成对任何投资策略或行业的咨询、营销或负责意见。

图 6-1　业绩表现综合图(%)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

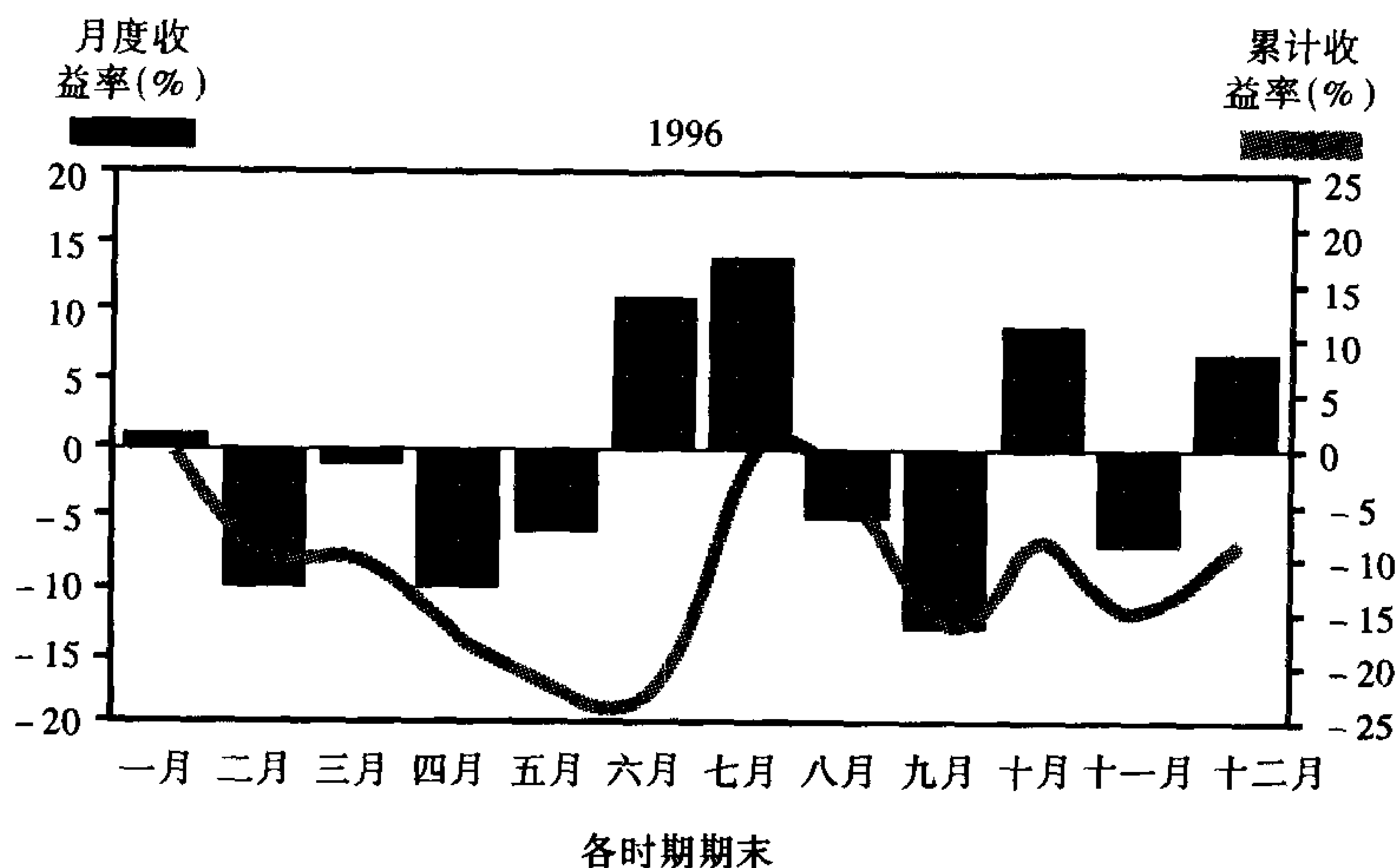


图 6-2　EACM100SM——卖空策略

的投资取得一些感性的认识。

概括说来，你需要从你的经理那里获取尽可能多的信息，可以采取任何你所能运用的手段——不管是连哄带劝、扰其清梦、共进午餐还是独立开户。与此同时，你还得与基金经理和其他人经常涉及的投资领域所发生的事情保持密切联系，以便更好地领会和评价基金经理提供给你的信息。信息的搜集工作将同时根据公开来源和私下来源展开，公开来源例如报纸、杂志和经理的研究报告等等，私下来源则是与一些可靠的消息来源进行交谈，比如各位经理、股票交易商、经济学家和其他方面的专家等等。

重新评价你的投资管理人员

随着监测工作的开展，你自然会调整对你的基金经理的信任程度——无论是上升、下降还是维持原状。把这个信任程度与一些业绩比较指标结合起来，回头去看经理的既定目标（我们也假定是你的期望目标），再结合一些国内指数和国外指数，以便了解更为传统的资产管理方式进展如何。最后，与已有的可以作为同类基金的基金经理的策略概况及各类指数进行比较。

监测过程同时也是一项持续的聘用/解聘决策过程。高风险的有时

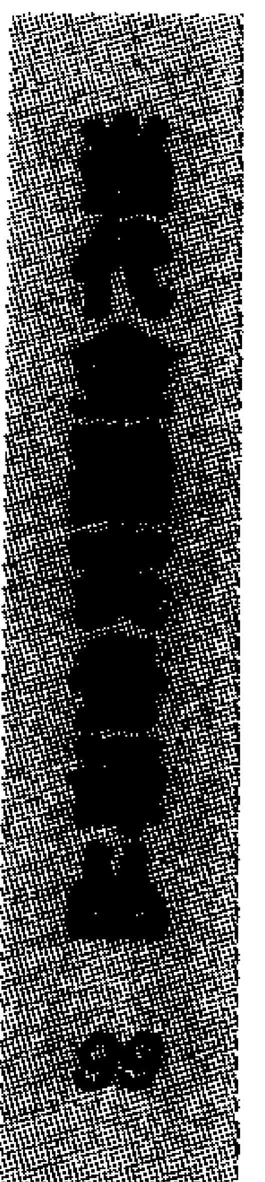
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至是神秘莫测的投资、高额的手续费、委托主要合伙人全权代理以及一年的锁定投资期，并不是成为一名有耐心的投资者的必备要素。要知道对冲基金经理只要取得一年的突出业绩表现，他就可以变得富有（足够富裕），如果第二年表现欠佳，他可以提高“潮位线”（见原文 80 页），或是期待来年情况好转，但是他不会退回上一年的佣金。在任何时候你都必须是一个强硬的、懂行的买家。“购者当心”这类话语从来没有任何意义。

时间范围

一个常见的问题是你给予基金经理多长的时间拿出令人信服的业绩表现。这个问题没有统一的答案，但一般认为所需时间要短于传统投资领域所需要的时间，如果你对合伙基金的内部运作有很好的了解，你所给予的时间要比你不了解时给予的长。从本质上讲，留用经理的决定因年而异，因为要知道，对冲基金经理出售的可是一种收费昂贵的投资管理服务。

大多数对冲基金经理都是聪明、体面的人，同时也是能干的商业精英。有些经理特别有人格魅力，有些经理则有点特立独行。许多经理都有这样的魅力“才华横溢，有些古怪，举止略带些不羁的色彩”。有些经理则名声显赫，精明老练，能够用他那些身居高层的朋友，把你震得一愣一愣的，让你相信与他一起投资实在是三生有幸。与这些人物打交道时，保持客观的看法这一点并不容易做到，但是你必须做到。



撤出资产

终止在合伙基金的投资操作与在其他投资领域不同。许多经理要求你在日历年度、季度或者月份终止前 30 天至 90 天提出你退出合伙基金的意愿。换句话说，你在不知道 10 月、11 月或 12 月的业绩以前，就必须决定是否在明年 1 月 1 号的时候还维持在基金的投资。还有更令人难办的地方：假设你正在终止投资，那么在 1 月份，你一般只能得到你的投资在去年 12 月 31 号时的市场价值的 85%。余下部分将以货币市场类的金融工具形式持有，直到结束审计工作后才退还给你（要记住审计报告及其他与税收相关的报告可能会由于各种事件或环境而受到耽搁）。

有时主要合伙人会退还你证券而不是现金。出于税收方面的考虑，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他或许希望将一些内嵌应计收益（embedded accrued gains）的有价证券转手到合伙基金之外出售。也可能是由于这些证券或多或少存在着流动性差的问题，所以主要合伙人不希望自己去做出售工作，而是把它们交给你，让你在1月1号以后出售。有的基金还可能会收取赎回费用（redemption fee）*

无论如何，当你退出合伙基金时，你必须遵守原定的合伙章程。否则就得任凭主要合伙人发落。对这个问题应该客观地看待，如果有大量的终止投资要求，主要合伙人就会面临很大压力，因为他的职责是维护剩余合伙人的利益。如果主要合伙人运气好，恰逢此时有新的投资者进入基金 ，或者是终止投资的投资者为数不多，资产组合的流动性很高等等，那么撤出投资就好办得多。但是，考虑到大量撤资总是同时伴随着业绩很差或是其他坏消息而出现，撤资的有限合伙人希望看到的最好情况总是不大可能出现。

一般来说，对冲基金经理与其他能干的商业人士没有什么区别。如果你公平合理地与他打交道，他们也会投桃报李。对于投资者来说，不太合适的做法就是按时提出了撤资申请，然后在12月31日就撤出投资。你也许会试着这么做，以赢得更多的主动权，不过一些主要合伙人还是允许你的这种撤资方式（清偿你的投资），哪怕你到最后一刻又改变主意，不想撤资。考虑到主要合伙人要求对撤资提前提出申请，你如果希望提前两三个月对财务状况做出估计，就不太现实。在有的情况下，人们也会提前通知撤资，但却与主要合伙人就他的个人情况进行讨论，以期找出一种解决办法。如果你开诚布公地与主要合伙人交谈，许多人还是会与你合作的。尽管不能保证你可以不用提前通知撤资。

对于独立账户持有人而言，终止投资的过程与传统资产类型中的独立账户相似，一个电话就可以要求停止交易。但在确定谁来对资产组合进行清盘这个问题上则需要仔细思量。应该由主要合伙人来清算证券吗？因为他最了解情况?除非清盘的证券只是你的一小部分投资，否则最好不要让主要合伙人来进行清算，因为他几乎不能在你的清算过程中获得什么利益。反之，你可以向第三方经纪公司询问出价。或许最好的解决办法就是将资产所有权转移给新的经理，给定一段时间，使得可以从容地按最好的价钱卖掉证券。这个过程的可控制性很强，然而值得密

---

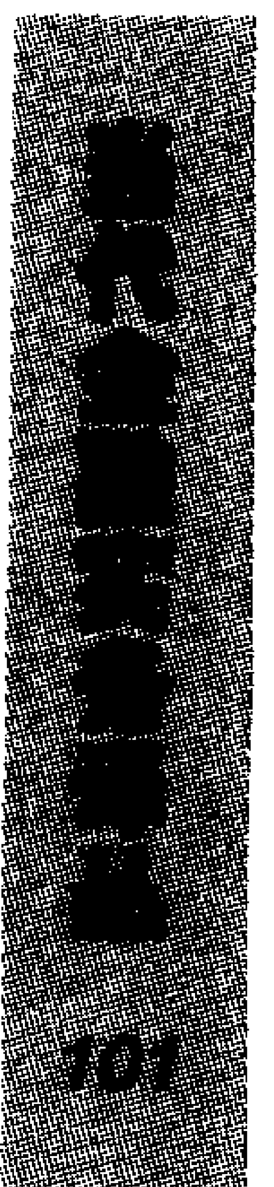
* 指基金在投资者撤出投资时向其收取的费用，比率一般是1%—— 译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切关注，以便用对你而言损失最小的方式来结算账户。

在结束之前，我们应该注意到一些投资者为了干涉主要合伙人的交易活动，进行了过分的监测活动。这样做在未经主要合伙人同意的情况下是不对的，而且在大多数情况下就事件本身的是非曲直来说，简直就是大错特错。这样的行为是在损坏投资者的形象，也会损害其他有限合伙人的利益。

最后的一点思考关于“基金中的基金”经理和咨询公司，以及他们在监测进程中的相对能力。与任何有组织的从业人员一样，这样的组织也是良莠不齐，因而对从业人员的选择进行评鉴听证与对单个经理的选择一样重要。大体上说，“基金中的基金”的运作人员要比单个投资者对于对冲基金有更深的了解，也更加频繁地介人到个人和投资传闻（investment scuttlebutt）的内部专业关系网中，如果你想知道是否雇佣了“基金中的基金”运作人员，就可以免于对他们的投资活动进行监测，那么答复是绝对否定的。你同样需要进行认真的评鉴听证工作，以正确地选择“基金中的基金”的运作人员。你还需要时刻保持与同类投资组织进行比较，尤其是要与世界上的对冲基金利益领域内涌现的投资机会进行比较。无论你是运用什么样的分析方法、信息和质询途径来挑战你的“基金中的基金”运作人员，都可以提高从业人员对单个经理、资产组合策略和业绩来源特点（performance attribution）的认识。但是，如果投资者不想在对冲基金的投资监测工作上付出太多的精力，那么“基金中的基金”的运作人员是很有用的助手。



总结与评论

1. 监测工作经常被认为是最枯燥无味的事情，这种观点当然是错误的。投资也许不是你的职业，但它可以是你财务安全性的重要决定因素。

2. 由于在对冲基金中，你几乎完全依赖于主要合伙人，所以在挑选他们时要谨慎，在监测他们时更要谨慎。这一过程会建立或是摧毁信任感。对那些什么也不告诉你的人要时刻保持警惕，哪怕他们以往的口碑最佳；也不要总是赞赏那些什么都告诉你的人，无论其口碑如何。

3. 风险监测系统（与风险控制系统相反）对于你监测工作的成败

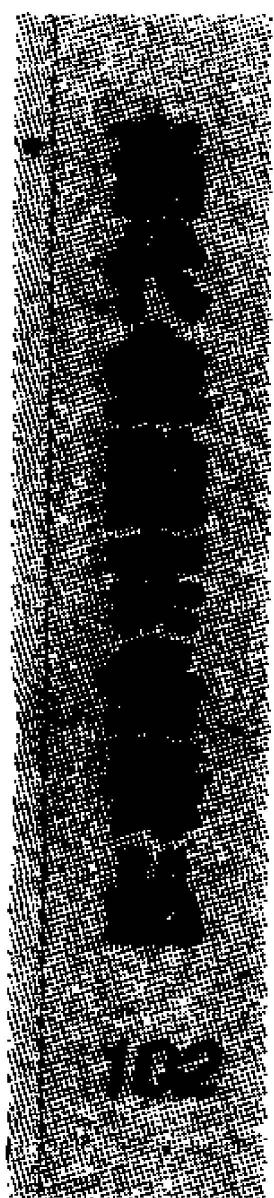
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与否至关重要。它需要系统、速度、理解以及对主要合伙人的一定信任，完美的监测与完美的控制一样，都只是个神话。

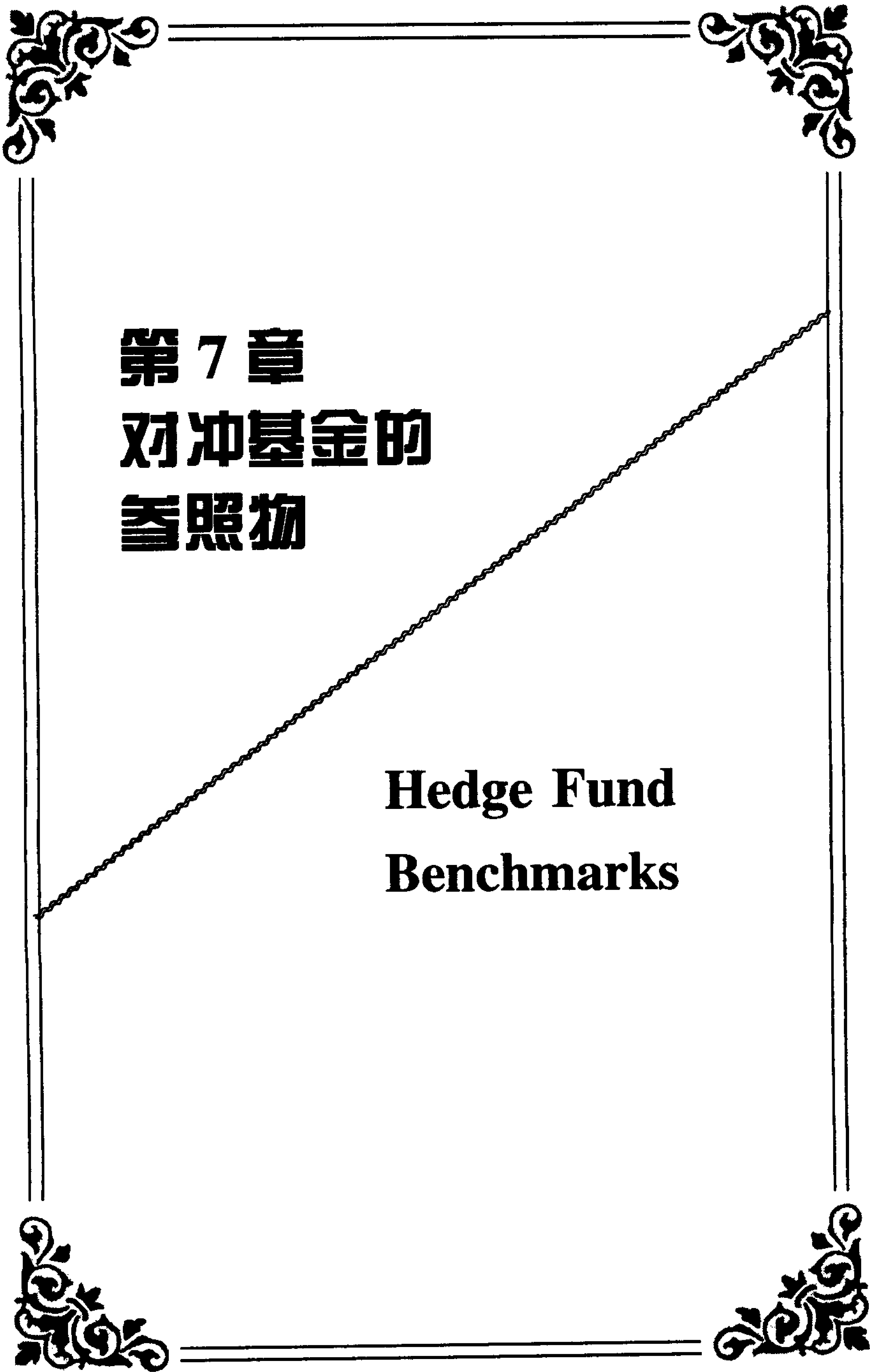
4. 假定你的理解并不局限于对数字的理解，从事监测工作要求与目标、指数和同业进行业绩比较，业绩的来源特点是这一过程中的实质部分。一个我们所知道的基金经理在一个月中投资收益率是 80%，全年来讲是 37%，而所有这些都源于某种证券的巨大收益。你或许已经签字同意了这种做法，但无论如何，你都应该了解这件事情。

5. 在解聘经理这件事上并没有绝对的规定。它只是一个持续搜集和解读事实的过程，每天都要对这些事实加以权衡，而这种权衡很少是不偏不倚的。

6. 对冲基金不适合哪些只想不费困难就取得收益的投资者。无论一位主要合伙人有多精明，环境都会发生变化（投资风格、资产增长率、人事和职责的变动、年龄和任期等）。所有的这些都要求对于给投资结果造成的影响做出持之以恒的评价。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第7章 对冲基金的参照物

Hedge Fund Benchmarks

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数化现象

在60年代我们的心理上牢固树立了对类似于标准普尔500这样的指数的信赖感之后，指数化大约在25年以前首次引起人们的注意。有的观点认为管理灵活的基金，尤其是那些重点投资于美国股票市场的基金却不会比指数表现更好。部分是因为管理费用、日常开支和交易成本的数量差异。就大多数业绩记录来看，这种观点是有道理的。相应地，机构投资者以及散户投资者都开始增加在指数基金（index funds）中的投资。

在美国股票市场上，还有另一种现象也推动了对于指数基金的投资。按照年度复利计算，标准普尔500指数平均来说，在最近40到60年中的大多数连续时期，都取得了约11%的年度收益率。而在截至1996年的较短时间内，这个收益率已经接近了15%甚至更高。换句话说，简简单单地购买一种完全用于投资的指数，不仅可以击败大多数活跃的经理人，相对地降低佣金和费用方面的支出，还可以提供很高的收益率。而良好的经济环境，再加上投资基金和股票经纪商大手笔的市场营销行动，更是强化了你一开始就拥有的巨大的投资喜悦感。

指数化看来是牛市上当然的赢家，但如果是熊市呢？这个问题很难回答，因为我们自1973年～1974年以来就没有遇上真正的熊市。有些人甚至说我们已经学会了更好地控制经济/行业周期，可能也学会了控制市场周期。如果这种观点正确的话，指数化无疑是赢家，因为股市的下跌也许可以控制在10%甚至更低的水平。但是，标准普尔500作为指数化的标准是否就尽如人意呢?

作为指数的标准普尔500

在下结论之前，我们先来分析标准普尔500作为指数的现象（为了保持一致性，数据截止至1996年）。最重要的第一点：这个指数以资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本规模作为权重（股票价值乘以流通在外股票数），这样的做法突出了公司规模在市场上和指数中的地位。比方说，在本书写作时，该指数中排名前 5 位的公司及其相应的比重分别是：

可口可乐	2.3%
通用电气	2.9%
埃 克 森	2.2%
英 特 尔	1.9%
微软公司	1.8%

要看清楚一些大公司的规模，比方说，通用电气一家公司的资本规模，几乎相当于整个新兴国家市场规模的20%，或者说它的资本规模相当于以下公司的总和：美国运通（American Express），花旗集团（Citicorp），亚特兰大 · 罗奇菲尔德（Atlantic Richfield），美国制铝公司（Aluminum Company of America），陶氏化学公司（Dow Chemical），国际纸业（International Paper），JC 邦尼（JC Penney——美国著名零售企业），雅芳公司（Avon Products）以及 Digital 设备制造公司（Digital——著名计算机厂商）。而可口可乐公司的资本规模则相当于指数中作为钢铁业、铝业和纸业／木材产业成份股的28家公司的总和。在非 S&P500 成分股中*，要注意英特尔和微软加在一起就相当于纳斯达克（NASDAQ）成份股总值的13%。

按照经济部门标准普尔 500 可以进行以下划分：

经济部门	百分比
金融	15
公用事业	10
能源	9
基础行业	6
工业／多种经营行业	12
消费周期性行业	13
消费非周期性行业	21
科技	14
合计	100%

* 标准普尔 500 主要由在纽约证券交易所挂牌的公司股票构成，再加上少数美国证券交易所和纳斯达克的股票。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管在关于哪些公司归入哪一类经济部门这个问题上很难取得共识，但我们可以说标准普尔 500 指数的行业划分可能并没有精确地反映美国的经济形势。

我们的标准做法是将各种数据整理为不同类别的分析报告，并通过五分法（quintiles）来对结果加以描述。让我们根据这种做法来看一看标准普尔 500 中的市值情况：

	按市场资本规模设计的五分法(百万美元)	所占百分比
1(最高)	大于 13，152	64
2	从 6，600 到 13，152	18
3	从 3，848 到 6，600	10
4	从 2，139 到 3，848	6
5(最低)	少于 2，139	2
		100%

这种划分方法之中隐含的筛选偏好不言自喻，这种偏好或许是可以接受的，但会使得指数丧失广泛性的特点。

指数的局限性及其用途

由于市场的相对表现自 60 年代起就一直大幅攀升，所以许多指数的地位都如日中天。对于有的指数来说，这意味着如果指数上升 20%，你应该获得更高的收益率，而仅仅高出 1% 通常被认为不怎么样，因为大多数业绩与指数挂钩的经理都会想尽一切办法与 S&P 指数的加权和特点保持一致，如果指数下跌了 20%，而你的收益率只下跌了 15%，那么你的投资就是一个漂亮的“本垒打”。换句话说，如果参照物是一个指数的话，那么亏损是可以合理化（rationalized）的。这是指数化现象的另一个弊端，除非你坚信指数会持续上扬或者更重要的是，当你投资的时候它会上扬。

指数的名称时有变动，且不时有新的指数出现，以反映新的市场或者市场组成部分的情况。随着市场全球化的进一步加深，我们还将看到更多的指数。但是要记住：组成指数的成分股必须时常更新以便反映兼并、收购、清盘和其他事件。概括地说，指数本身并非如同它们的名称

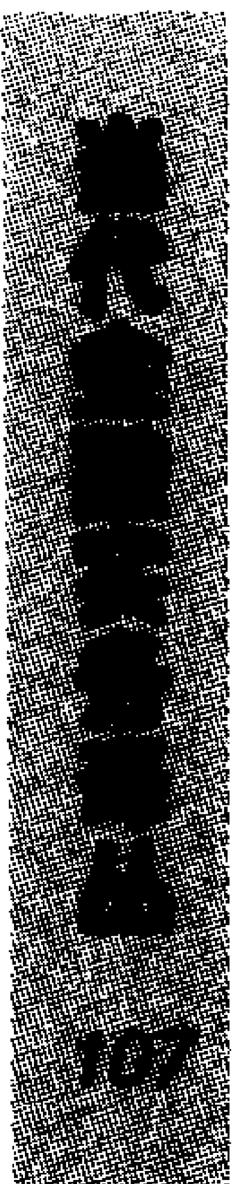
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所显示的那样，是投资竞争力的死板僵化的标准，因为指数本身也在“完善自己”，以便在一个变革的环境中把握正确的方向。

但从指数的优点看，它们往往是各个市场的代言人。换句话说，我们或许会在资产的积极管理和消极管理的价值问题上产生争论，却很少去争论某一特定指数与其试图反映的相应市场的相关性。如果这一点在传统市场问题上能为我们所接受，那么在对冲基金指数这个问题上又该如何处理呢？

正常资产组合

在回答上面的问题之前，我们再讨论一下传统投资领域，简要地探讨一下**正常资产组合**（normal portfolio）这个问题。正常的资产组合是为单个基金经理量身订制的参照标准。通过在基金经理筛选股票标准的基础上——我们比方说筛选出 200 只股票——然后整理出关于这些股票的动态概况，就可以得到一种“指数”。基金经理的实际资产组合在任意时刻都会包含其中 30 到 50 种股票，这些股票的表现反映了他积极管理的情况，把实际情况与他的正常资产组合加以比较，就能确定经理是否有增值资产的能力。正常资产组合最适用于那些遵循中庸之道的经理，或是那些无法用类似标准普尔 500 这样的指数加以评价的经理，因为我们已经指出，这一类指数是一种美国大盘股占绝大部分比重的指数。比方说，某位经理可能完全投资于那些处于标准普尔 500 指数五分法中最低一级的公司股票（亦即投资于小盘股），可能所持有的全部股票种类只占到指数中股票总值的 2%，很显然这种情况下应使用正常资产组合或者另外一种指数。



指数在一定程度上也可以根据所管理的资产量身订制，或是从资产中衍生出来。实际上，当我们希望将某位经理与其他经理加以比较时，我们会利用类似的风格或投资方法来找出一组经理，然后对他们进行排序。尽量我们在排序过程中也会利用某种实际存在的指数，但是为了评价经理业绩而构造出来的数据库本身也是一种粗略意义上的指数，它能反映出你的经理与同行相比工作做得是好还是坏。

有些人甚至通过将各类资产结合在一起的做法，为他们的整个基金构造一个正常的资产组合。假设你有一笔聘用了五位经理的基金，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分别为你管理五类不同的资产。比方说，一位经理投资于美国的大盘股，另一位投资于美国的小盘股，第三位投资于除了美国以外主要工业化国家的股票，第四位投资于新兴市场，最后一位投资于美国债券。显然，你需要五种不同的指数或者正常资产组合来评价每一位经理，并为每一类别的资产构造一个独立的同类经理数据库。可是对于整个基金来说呢？你应该是对每一种指数适用专门的权重或是主观的权重，来创造出一种指数，还是对在每一组经理概况里位置居中的经理，适用不同权重来构造指数？有一种简单但未必合乎逻辑的解决方案，那就是构造一种关于整体基金的概况（universe of total funds），然后不考虑各类资产在不同基金中的权重，仅仅是简单地对你的基金做出排序。

更为老练的投资者会将五种相关的指数或者正常资产组合结合起来，构造一种超级指数（superindex）或者超级正常资产组合（supernormal）。这种做法能真实地反映出"他们垂钓的那些池塘"*的情况。但还是存在问题，你如何对不同的指数分配权重？是按照指数所分配的投资金额平均计算，还是按照它们代表的市场规模计算？可能存在多种答案，甚至都可能是正确的，不过所传递的信息都是一样的。指数的确有用，然而并非尽善尽美，而且经常无法反映它们所试图反映出来的竞争能力及代表性。它们经常无法实现所要达到的目的，而我们就必须构筑一道桥梁，来弥合个别与一般之间存在的差距。这就是对冲基金面临的状况，也就是说大部分对冲基金是不适合运用指数化或者正常资产组合的。更加糟糕的是，当把各种同类经理数据库拼接起来时，各种基金在内容和策略上存在的差异，会使比较失去意义。在这种情况下，你如何获取一种迅速方便的手段，来了解投资领域所发生的事情？

EACM100^{SM} 指数

投资者为了找到一个方便快捷的对冲基金参照物，总是简单地采用那些大众化的指数，比如标准普尔500。在大多数情况下这种比较是没有意义的，而且更糟糕的是它还可能产生误导。如果对冲基金就是权益类型的投资方式，那么投资者除了采用美国的股票指数外，还有什么其

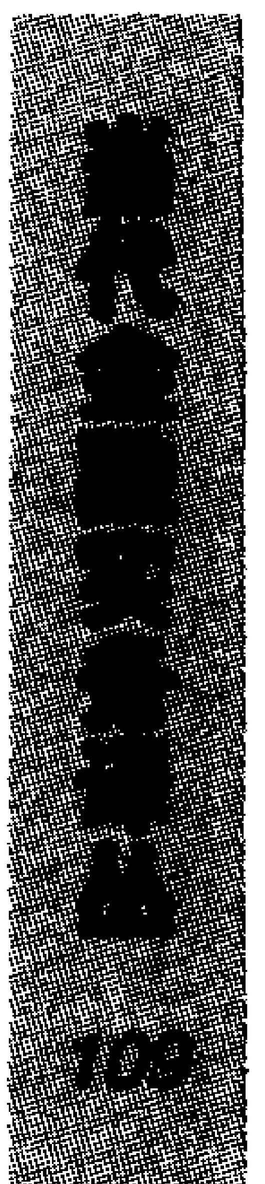
* 原文是"the ponds they are fishing in"喻指投资者涉足的多个投资领域——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的选择？正常的资产组合显然不是合适的解决方案。

对冲基金的世界里并不存在一种真正的指数，而我们的推断是：该行业中普遍存在的市场及策略的多样性，使得无法迅速开发出一种得到业界广泛接受的指数。卖空、杠杆率、套期保值和对冲基金投资其他方面的技术特征更是使问题变得复杂。只有在进行事后的反思时，情况才显得不那么复杂，在60年代业绩评价技巧发展的过程中，我们更多地关注各位管理人员的业绩竞争数据，把它视为指数开发的前奏曲，这些指数是使得管理人员的业绩富有竞争力的一个真正内在组成部分。说到底，竞争力似乎就是各种业绩比较行为的目标。

机构与高净值投资者所使用的资产类别的多样性正与日俱增，各种资产类别中的子类别也是一样。与此同时，投资基金的规定也已经放宽，增加了对冲基金管理方面的准人机会。封闭式基金涉足该领域及其他领域的潜在机会也是有的，这都使得对冲基金的受益范围越来越广。相应地，各种专门的相关指数和管理人员数据库的数量也将增加。



同时，对冲基金行业又没有一种广泛认可的指数，可供现代投资者用来进行方便的参考，以对市场情况做出判断。尽管在近期内开发出一种指数显得不大可能，存在的问题很多，但也需要找到一系列的参考指标，对各种战略的发展情况加以描述。如果你能开发出介于指数和业绩数据库之间的一种方便快捷的参考指标或者窗口，那么投资者将大大受益。

对冲基金指数不能以尽善尽美为目标，否则指数在一开始就会搞不下去。对冲基金经理手中的调色板实在是太大了。但是又需要一种能广泛接受的参数，接下来就介绍一种这样的方法：EACM100 指数。

设计 EACM 指数的目的是为了反映出新型策略的“样本”概况，它采用了 100 家专业投资管理机构的数据。指数是按照可供投资指数（investible index）的标准来设计的，所以各类投资策略所占的权重，反映的是基于机构投资者的才能和风险偏好态度所做出的判断。对经理的挑选则倾向于找出优秀的专业管理运作代表，一般代表着相应的投资风格或者策略。挑选过程中至关重要的一点就是不要试图找出那些“明星”或者“顶级人物”。所以说 EACM 指数试图展示出新型策略经理资产组合的基本框架，同时又为添加其他价值留有广阔的空间，添加的途径有策略上的分配或是管理人员的选择，或者二者兼施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EACM100 指数的构造

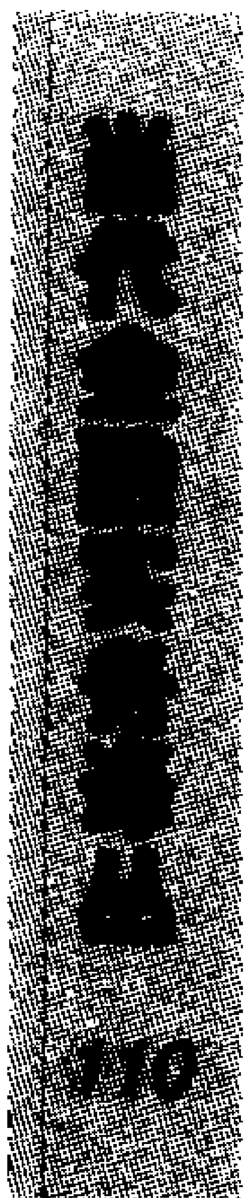
如同前面所述，EACM100 指数的构造，首先从决定各种对冲基金策略和子策略的百分比开始。百分比的确定，以各领域内运作资产的分析为基础，同时考虑每种策略的从业人员数量。

下面列示的是该指数选择经理的一般原则：

◆经理必须具有至少一年以上的业绩记录，所管理的资产数额不低于 2000 万美元。（截至本书写作时，指数选择的经理所管理的资产和业绩记录的中位数分别是 2 亿美元和 7.5 年）。

◆经理必须乐于接纳投资，并及时提供基金业绩的有关数据。

◆经理必须符合信誉程度与资产方面的一些最低标准，但无须具备“顶尖”条件。



相反地，把经理从指数中剔除的一般标准包括：基本策略发生变化、在提供数据方面缺乏合作态度或是时效性差、管理的资产下降到最低要求以下、拒绝接纳新的资产、或是拒绝开展普通的业务活动等。

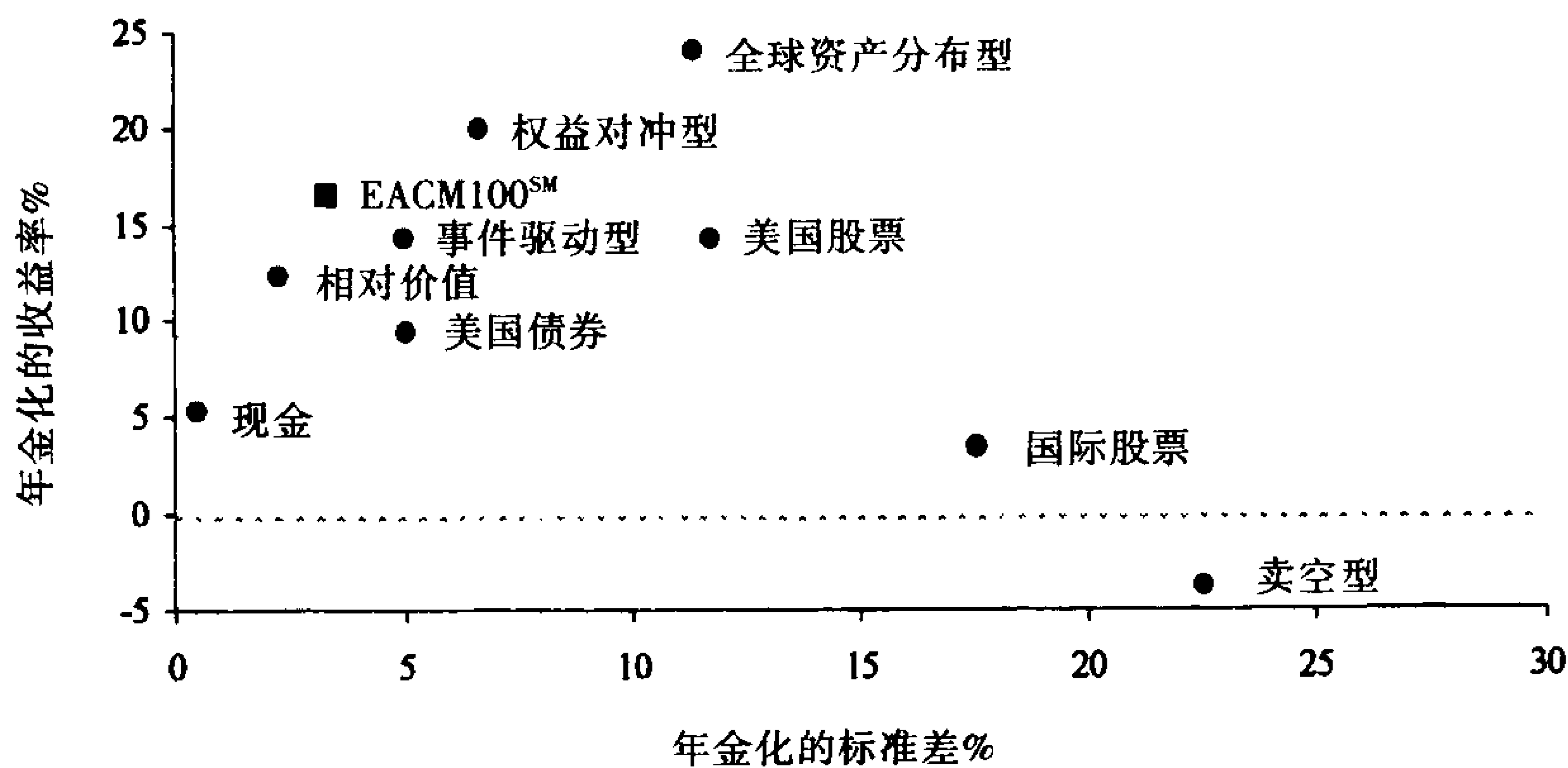
如同对待任何一种指数那样，我们也应该关心幸存者偏向问题。EACM100 指数构造于 1995 年，具有总结经验教训的优点。同时又要求指数选择的基金经理是可以接纳投资的，因而囊括了当时存在的恰当的经理人选（同时排除了此之前已经终结的投资载体）。但是自从那时候起，当一位经理由于市场或者策略上的原因不再接纳投资或是离职时，他的历史材料却永远地留在指数当中。同样，当指数引人新的基金经理时，引人之日就意味着新的系列的开始：指数并没有重新计算，以反映出新经理的历史业绩记录。在考虑这些参数的前提下，EACM100 指数自 1996 年 1 月首次公开亮相以来，就被列为可投资的指数。

在构成指数的 100 名经理当中，50% 代表的是“特殊策略”——也就是相对价值策略、事件驱动策略和卖空策略；另外 50% 代表的是更大众化的策略——亦即权益对冲策略和全球资产分布策略。

数量特征

为了正确地认识 EACM100 指数，我们先来关注一下图 7-1，其上显示了 EACM 的风险/收益特征、组成指数的对冲基金策略以及选取的另外一些资产类别，时期跨度是 1990 ~ 1996 年。完美主义者也许会振振有词地提出对冲基金策略——无论是策略内部还是各种策略之间——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM 100SM 指数及其分类指数，标准普尔公司，摩根·斯坦利国际投资公司，雷曼兄弟公司，美林公司。

图 7-1　历史风险／收益情况：1990 年—1996 年

	EACM 100SM	相对价值型	事件驱动型	权益对冲型	全球资产分布型	卖空型	S&P 500
EACM100SM	1.00						
相对价值型	0.48	1.00					
事件驱动型	0.35	0.26	1.00				
权益对冲型	0.52	0.26	0.59	1.00			
全球资产分布型	0.77	0.13	-0.12	-0.03	1.00		
卖空型	-0.06	-0.07	-0.56	-0.72	0.25	1.00	
标准普尔 500	0.26	-0.02	0.47	0.68	0.00	-0.73	1.00

资料来源：EACM 100SM 指数及其分类指数，标准普尔公司。

图 7-2　月度收益率的相关性：1990 年—1996 年

都缺乏同一性，从而贬低一种指数的价值。但是要记住，我们的目标是“广泛的代表性”而不是十全十美。

图 7-2 列示的是图 7-1 时段内各种策略收益率的相关性，要记住：1.00 表示完全正相关，-1.00 表示完全负相关。正如普遍公认的结论一样，各种收益率之间看不出很强的相关性。无论是单独而言还是根据 EACM 提供的材料，对冲基金看起来都似乎与标准普尔 500 截然不同。

图 7-3 对图 7-1 做了有益的补充。尽管在数字上让人有点眼花缭乱，但能使你对于风险和收益有更深的认识。在时期为 3 个月的收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	EACM 100[SM]	相对价值型	事件驱动型	权益对冲型	全球资产分布型	卖空型	S&P 500
收益率	17.0	12.7	14.7	20.1	24.6	-3.6	14.4
标准差	3.4	2.3	5.0	6.6	12.0	22.2	11.6
月度最大值	4.7	2.8	5.1	5.4	16.4	17.5	11.4
3 个月最大值	7.6	6.2	11.6	13.4	20.5	34.1	16.7
月度最小值	-0.9	-1.1	-4.8	-3.9	-5.5	-13.0	-9.1
3 个月最小值	-1.1	-1.7	-7.5	-4.3	-4.3	-25.6	-13.8
程度期间							
1990	18.4	10.8	-0.5	11.3	50.1	51.2	-3.1
1991	25.0	15.8	23.1	37.3	36.9	-25.0	30.4
1992	15.6	15.2	14.9	16.1	20.7	-5.9	7.6
1993	23.1	15.7	26.8	31.3	28.2	-9.2	10.1
1994	3.6	1.3	7.1	3.1	0.8	17.7	1.3
1995	17.0	16.2	17.8	22.4	20.9	-23.9	37.6
1996	17.3	14.6	15.7	22.6	20.4	-10.6	22.9

资料来源：EACM100[SM] 指数及其分类指数，标准普尔公司。

图 7-3　业绩特点：1990 年—1996 年

相对较低的上升区间（三个月最大值）和下降区间（三个月最小值），EACM100 指数的标准差也相对低于标准普尔 500 指数的标准差，卖空型策略就整个区间（1990 ~ 1996）而言都在亏损，但要注意它在收益率上升区间（下降是由于股市的整体走势），标准差比其他策略都要低得多。

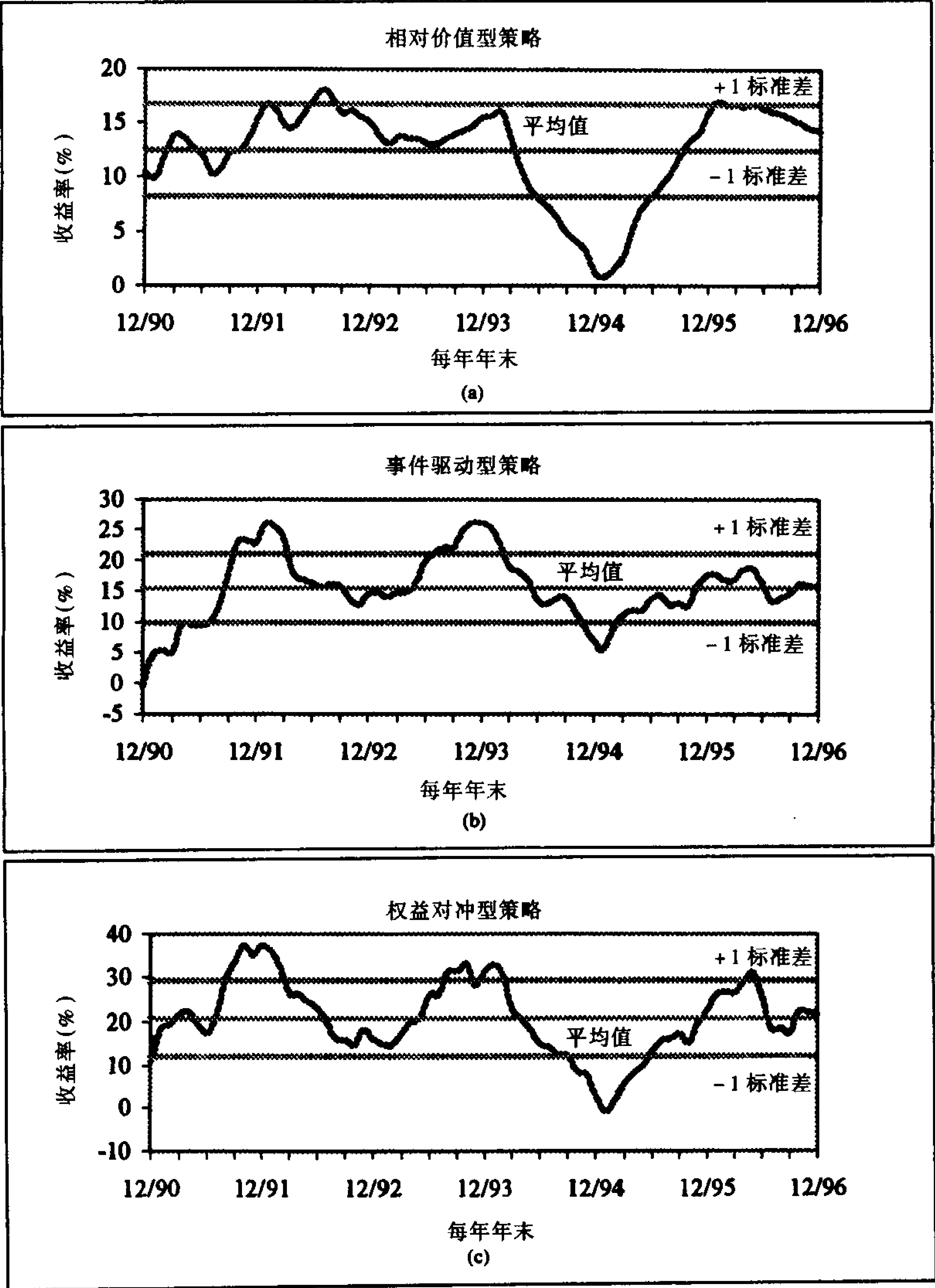
我们不要忘记“一个标准差并不意味着没有风险”，尤其当我们使用的数据都是经理的平均统计值的时候。图 7-4 关注的就是用一个标准差作为度量风险手段时的情况。对冲基金作为一类资产形式具有波动性和风险性这一点当然很重要，但是，如果你认为标准普尔 500 指数与对冲基金有联系的话，它也不是“万无一失”的。几乎任何一种投资方式都会面临亏损的风险，或者至少会不时产生负面的震惊情绪。在图 7-4 当中，我们尤其要注意各种策略（包括标准普尔 500 指数）在 7 年统计期当中，收益率超过一个标准差界限的时期。

无论是哪种类型的资产，指数都是设计来表示、暗示某些与其相对应的市场表现相关的事情。如同我们前面讨论过的一样，指数可以采取不同的表现形式——正常的资产组合、标准的指数或者是各种指数的组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合。无论是哪一种形式，本质上都是一种分散化的资产组合，设计成测度相关市场表现的手段。

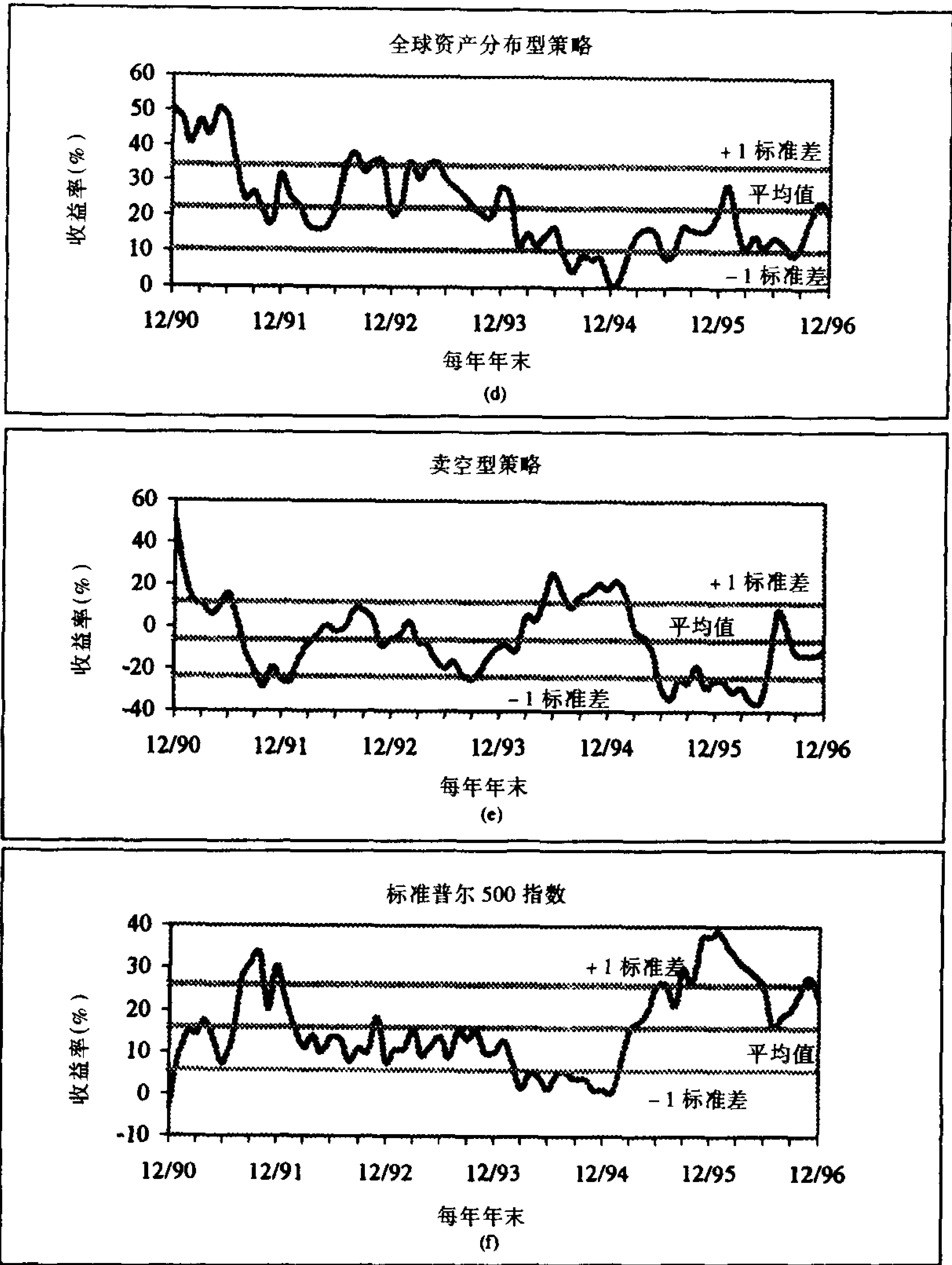
进行同行比较会不幸地造成一种错觉，即对基金经理的业绩结果进行平均，而不是参照一种真正的指数，采用后者实际上可能会大大高于或



资料来源：EACM100SM 指数各分类指数，标准普尔公司。

图 7-4　a, b, c　追踪年度收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：EACM100SM 指数的分类指数，标准普尔公司。

图 7-4 d, e, f 追踪年度收益

低于“平均水平”。你或许会把单个的基金经理与一种比 EACM100指数范围大得多的策略概况做比较，EACM100指数与其他评价指标综合起来，就可以为了解对冲基金行业的情况提供一个基础。这就好比在一间黑暗的房间里打开一盏灯，并努力地把更多的光亮引进房间里。组成EACM100指数的策略表现或许并不可以代表“经理的平均水平”，但如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主观上的选择，能够对策略本身具有普遍的代表性，那么EACM100也不失为一种合理的参数，在现在也是一种尽管不完善但很有用的指数。

把一切都考虑进去之后，还需要从不同角度对于对冲基金业绩的满意程度进行多层检验：

◆与传统型资产做比较："我投资的资产类型正确吗？"

◆与其他新型、非传统型资产做比较："我采用的策略正确吗？"

◆与同一策略中的其他对冲基金经理做比较："我是和最优秀的经理在一起吗？"

◆与经过风险调整的收益率做比较："在风险调整后的基础上，我是与最优秀的经理同处在正确的资产类别之中吗？

无论考虑的是哪些问题，获得一个参照值都是比较过程中一个不可缺少的部分，这就产生了在对冲基金领域构造一组真正的指数的需要，而且事不宜迟。然而创造一组这样的指数并不是一件容易的事情，而且正如我们已经多次提到过的一样，可能得有待时日。尽管这个问题追溯起来或许显得挺简单，可是我们回想一下60年代初期，以及当时关于标准普尔500指数作为机构取向型（institutionally oriented）的美国股票指数其适用性问题的许多争论。即使是在70年代仍就这个指数展开过十分激烈的争论。过去的经验对于新指数的作用或许会有些启示，构造指数是件"冒风险的事"，尽管并不完美，但它仍有助于对冲基金业界目前的强烈需要。现在使用的指数或许要比许多人所希望的指数缺乏代表性，但它们的确存在。

总结与结论

1. 对于对冲基金的业绩表现来说，尚不存在指数类型的比较工作，而这种比较即使有，恐怕形式也永远不会是"完美"的，不过缺少这种比较的确使评价工作很难开展。

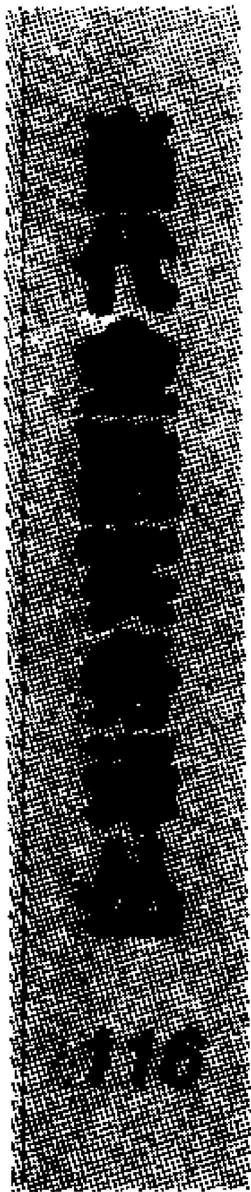
2. 正常的资产组合为比较工作提供了一个较为合适的范围，但是对冲基金包罗万象的特点，以及它们在资产组合策略和资产内容方面封锁消息的倾向，都会妨碍在短期内构造出正常的资产组合。

3. 类似EACM100指数这样的业绩指数只是一种权宜之计，也是我们目前在构造指数方面所取得的最好成果。在向有效的和接纳程度高的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数演化的过程中，对各种策略独立地进行报道是非常重要的第一步。

4. 在对冲基金的比较工作中，风险常常为人所忽视，而仅仅观察标准差来做为测度风险的手段，在这个充斥着杠杆率和卖空手法的世界里显得是那样的不足。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章
对冲基金中机构投资的未来展望

The Future of Institutional Investment in Hedge Funds

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们首先将“机构”定义为美国的退休基金和捐赠基金，它们管理的资产接近 6 万亿美元。再进一步假设在未来 10 年中这些机构将把总资产的 2% 到 3%，或者说 1000 亿到 2000 亿美元，投资于对冲基金（我们估计对冲基金目前管理的资产将近 3000 到 4000 亿美元）。

机构资产在对冲基金中的增长情况

如果我们估计正确的话，机构资产的增加将不仅会给对冲基金行业造成巨大影响，而且对机构基金的管理也将同样产生深刻影响。让我们来考虑以下问题：

1. 对冲基金的数量将有所增加，而我们能从过去找到的惟一启示就是：在过去的 25 到 30 年间，随着资产持续地净流入市场，注册的投资顾问人数急剧增长，从将近 3000 人增长到 21000 人，我们现在估计大约存在 4000 到 5000 家对冲基金，它们与经纪公司和传统的资产管理公司一起，为推动未来的增长提供了大批专业人员。对冲基金在地理上集中于美国东北部的现象也将有所缓和，而美国以外的从业人员也将增加。

2. 尽管现在有几家对冲基金“巨无霸”的资产高达 120 亿到 150 亿美元，但大多数基金的规模还是低于 30 亿美元。显然，许多对冲基金管理的资产和基金的组织机构都会扩张，一个关键的问题是它们的收益率会不会因此下滑，目前要下一个结论还为时过早。扩张性的增长对于任何一家资产管理组织来说都是个令人担忧的问题，不过据我们所知，到目前为止还没有一家组织能够确切地把规模跟业绩挂钩，尤其在现在这样一个全球市场扩张的环境当中。

不要低估一些大型机构基金所看重的战略性伙伴关系（“一次性购买”）产生的冲击。在 50 年代和 60 年代初期，单一平衡型（single balanced）投资经理在管理机构资产时奉行的原则是：几乎全部采用美国的证券作为投资对象。对指数的逐渐认同、投资顾问数量的增长以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内平衡型基金经理无法展示出他们的资产分布技术等原因，终于促使基金的出资人决定聘用专门的经理来管理特殊类型资产的分配。而现在随着对资产托管委员会和投资顾问提出的挑战，要求他们正确和及时地处理好资产分配间以及在全球市场的增长问题（这更增加了难度），于是又出现了一种相反的趋势。与全球平衡型经理之间的战略管理关系这个问题又一次被提了出来。

有人也会争论说，对冲基金当中的全球资产分布基金所做的事情与全球平衡经理所做的是一样的，都是不受投资技巧或者工具的限制，都在不同市场之间谋取收益。有意思的是，我们相信随着时间的推移，卖空手段和杠杆手段会在机构推动下融合成为长期的权益型投资，实际上也就将对冲基金的方法与传统投资融合在一起。尽管由于资产类别不同，经理人之间的专业方向和差异永远是存在的，但是对于未来经理人形象的初步构想是：在他的身上传统型和非传统型的差异将不再重要。这样一来，对冲基金又将全球平衡型管理方式，在投资哲学上获得的再度认可往前推进了一步。

3. 对冲基金将逐渐具备许多传统资产管理的特征，将来的对冲基金投资者有可能开立更多的独立账户，资产组合的透明度会更高，风险监测系统会更多和更好，手续费会更低。

4. 对于对冲基金的监管也将加强，监管部门，政治实体和其他利益相关的第三方都将进行更加仔细和彻底的检查。

5. 股票经纪商将被迫扩大向对冲基金提供服务的范围，提高服务质量。未来参与全球范围内的竞争所需要的资本和经验，将使得只剩下几家股票经纪公司（不会比现在多）擅长于为对冲基金提供主要服务。

6. 基金出资人的投资眼光将发生重大变化。尤其是在如何确定他们的传统权益和固定收人证券的组成这个方面。为什么无法做到准确地把握市场时机？为什么不进行对冲？营业外应税收人真的那么吓人吗？收取业绩佣金就要不得了吗？



对冲基金中机构资产数量增加的原因

任何事情都有可能增加机构在对冲基金中的投资，以下是常见的一些可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 雇员选择计划（employee choice plans）受宠的趋势仍将继续，并随着新的现金流的减少和早期退休金计划的大批启动，会给定额养老金计划（defined benefit plans）和经理的业绩造成更大压力。此外，基金会和赠予基金也面临着利用投资收益来补偿组织运作开支的压力，而且这种压力不会消失。

2. 在本书写作之时，美国的股票市场根据许多指标测算已经是饱和的了，也就是预示着不久的将来或许会出现缩水。尽管没有人会打什么保票，但是如果当市场下滑时对冲基金的表现比传统的资产管理方式更好，那么投资者将会把大量的精力投向这个领域。

3. 即使不会出现下滑，基金的出资人出于本性，还是会把目光投向别处，寻找新的或许是更好的机会。与此同时，基金出资人由于对传统的资产管理人员失去兴趣，便认为他们没什么了不起的，尤其是如果这些管理人员的业绩比标准普尔 500 指数还差的话。

4. 对于对冲基金所要具备的限制条件的放宽，例如近期的一些立法行动，将使未来的投资者更容易接近对冲基金。

5. 为大多数名列前茅的基金会和赠予基金，以及大部分“《财富》1000 家”公司的退休基金提供咨询服务的投资顾问，可能会对他们的这些客户施加影响，建议这些机构扩大在新型策略方面的投资。

6. 业绩出色的的传统型资产管理人员，正在带着他们的机构客户离开现有的公司，去建立起他们自己的对冲基金，传统的资产管理公司为了应对这种自然的演变过程，正在考虑通过建立内部的对冲基金来留住重要的客户。

试图拉拢机构客户的对冲基金主要合伙人，经常抱怨机构投资者缺乏兴趣，这主要是因为主要合伙人觉得自己一年下来取得的成绩很出色。但是机构基金的出资人在投资于对冲基金之前，先要考虑一系列更为复杂的参数，对冲基金经理往往都是最为特立独行的个人主义者，不过他们也得学会用一种让这些新的投资者更能接受的方式来表现自己，以便加速双方融合的进程。

机构投资者对于对冲基金的看法

了解机构投资者对于对冲基金的看法十分重要，那就是首先从对类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型的考察开始。对传统权益类型的分析有多种不同的考察角度，不过它们都是建立在三个主要的风险和收益特征之上：市场、部门和公司。图8-1列示了一个简单的矩阵。

观察图左方的“市场”轴，“活跃”表示严重依赖于市场时机选择的人，“适中”表示一般依赖于市场时机选择的人，“最小”则表示依赖程度最小的人。“部门”轴则与经济、行业或其他市场的划分方式有关，含义也是一样——即“活跃”表示在部门权重问题上严重依赖于循环策略（“循环策略”详见原文第8页），”适中”和“最小”也依次类推。而在这九个方块中的每一个（活跃—活跃，最小—适中等等）又进一步细分成四块，分别代表“增长”、“价值”、“新兴增长”和“折衷”。举例来说，一个购入并持有小盘高科技股的经理，可以归入右下方板块中的“新兴增长”小块中，而一位对市场时机和部门循环的取向都比较适中的价值型投资者，就应该归入中心板块中的“价值”小块。大多数传统的国内股票经理都划入矩阵中的中心板块（适中—适中），或者倾向于下方的“最小—适中”板块。大多数经理都是增长型或者价值型，很少有折衷型的经理。

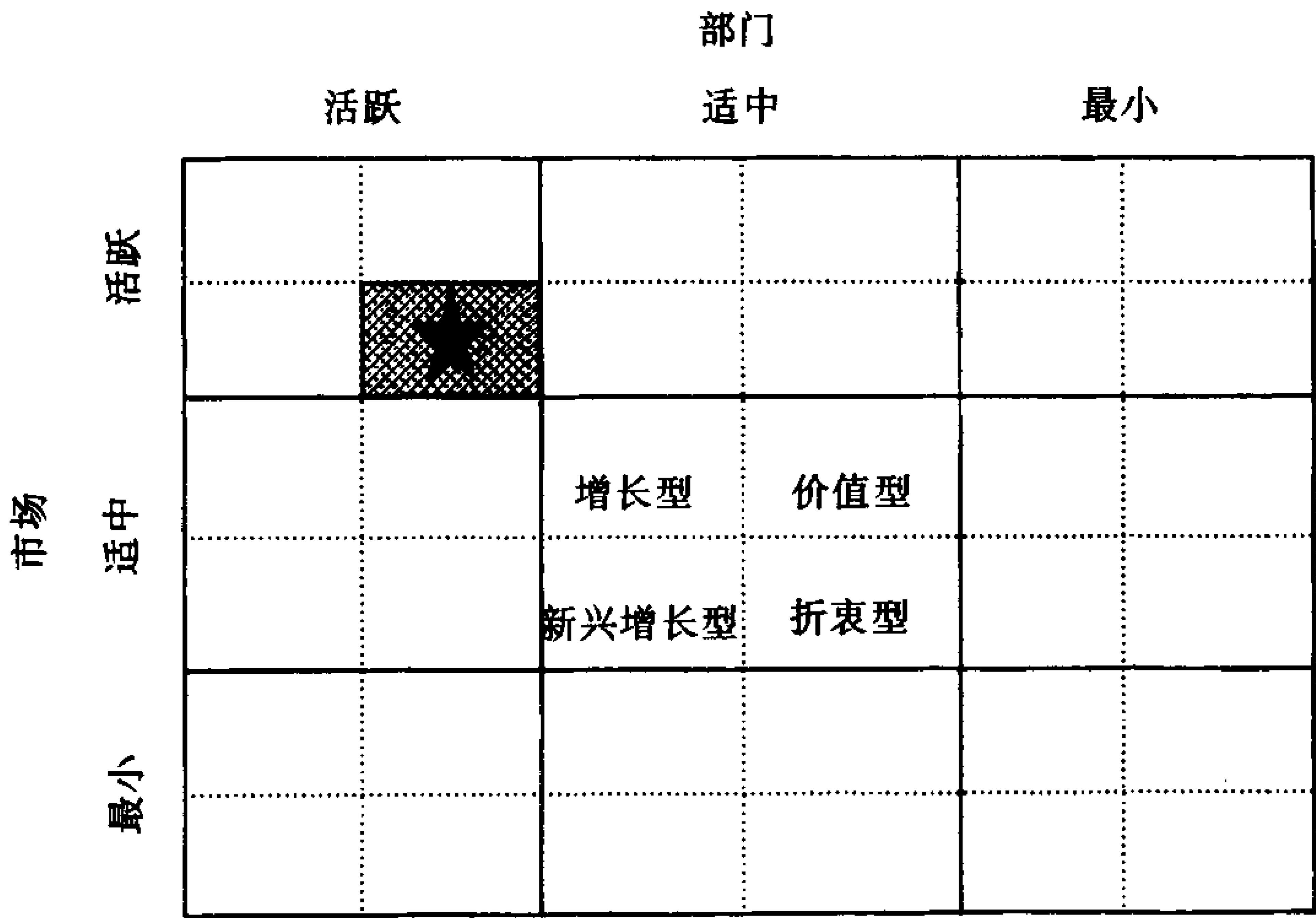


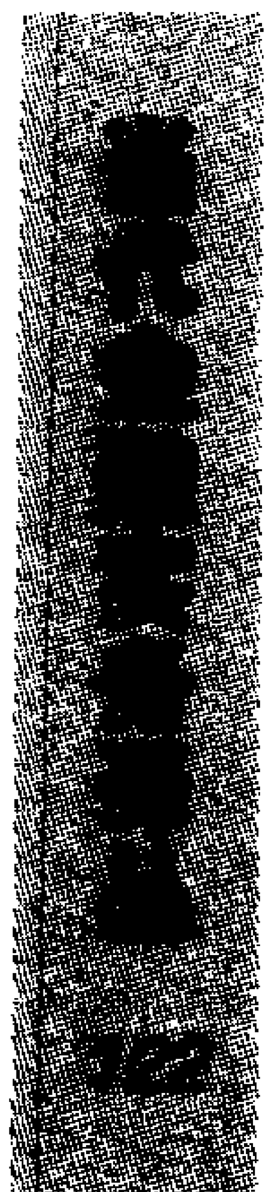
图8-1　传统权益类型

对冲基金当然特点各异，但权益型对冲基金和全球资产分布型基金，都会划入活跃—活跃板块中的折衷型小块。而划入这一类别的传统型经理即使有也非常的少。所以对冲基金显然走的是另一条路子，因而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一种潜在的有效的风险分散手段。此外，划入左上方板块的经理不仅会被大家设想为机会主义者，而且认为他们可能会对市场时机和循环策略的采用把握得很糟糕，由于这一点，他们在市场持续上涨时落后于别人，而在市场下跌时又跌得比别人快。

机构的资产组合严重偏向于标准普尔 500 这一点，有几个方面值得我们思考。第一点就是当出现持久的熊市时，大多数传统型基金经理（许多对冲基金也一样）将赔钱。同样令人迷惑的另一点是，对传统的权益资产进行灵活的管理，可能会带来超过标准普尔 500 指数，而且可能是大大超过的收益率。甚至会有传统型的市场时机把握者，将整个事情的来龙去脉搞清楚，也会有长期看准熊市的人来拯救世界，后者将会如同 1973 – 1974 年间那样吸引大批的跟风者，这些人翻本的可能性很小，也无法从经济复兴中受益多少。而对所有这些不协和的音调，机构投资者还会前往对冲基金这块麦加圣地朝圣吗？答案是有的机构会，不是全部，但是涉及的资产将相当可观。人们似乎总是会忽视有的机构基金规模是多么大，而它们的移动将产生多大的影响。



对冲基金中机构投资的启示

在机构向对冲基金进军的开端，赠予基金和基金会要比公司和大众投资者表现更为积极。接下来就是高级别的选拔比赛，亦即领头的机构投资者来筛选“最佳经理人”。在本书写作的时候，我们收到的关于对冲基金经理及其表现的咨询比以往任何时候都要多。同样能说明问题的就是，使用对冲基金的新型“基金中的基金”结构数量在不断增长，这些基金有的是由国内外的的银行发起设立的。

如果你是一位机构投资者的话，你得做什么？也许是整理你的思想，想一想资产是如何管理的，客户是如何经手的。那么如果你是一个对冲基金经理你又该干什么？答案也跟上面差不多。或许会有轻微的冲突，但总归是冲突，而且在这个过程中许多事情都会发生变化。

在图 8-2 中，格林威治联合公司（Greenwich Associates），一家商业战略研究和咨询公司（同时搜集和出版与投资趋势相关的数据），对 1996 年该行业的情况进行了描述：

图 8-2 对公司基金、公众基金和赠予基金，以及它们对收购基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(buyout funds)、对冲基金和风险投资(venture capital)的运用情况进行了区分。下面这张简表列示了上述三种基金对于对冲基金的投资情况：

公司基金	公众基金	赠予基金
3%	2%	29%

不难看出对冲基金在过去和现在的地位如何，不过我们的赌注是压在未来公司基金和公众基金的投资权益，将赶超赠予基金的这一点上。这张列表还将拓展，以反映更多的情况，并且改变几大赠予基金今日一统天下的局面。

	收购基金			对冲基金			风险投资		
	现在运用	将会考虑	需求总计	现在运用	将会考虑	需求总计	现在运用	将会考虑	需求总计
公司基金	6%	2%	8%	3%	4%	7%	14%	2%	16%
公众基金	5%	2%	7%	2%	2%	4%	17%	4%	21%
赠予基金	26%	8%	33%	29%	12%	40%	41%	9%	50%
基金合计	9%	3%	12%	7%	5%	11%	19%	3%	22%

资料来源：格林威治联合公司。

图 8-2　对新投资方式的需求

不同对冲基金策略可能提供的利益

在这个问题上，我们需要再次将对冲基金进行分类，以便比较它们作为投资者可能的切入点的优劣之处。

相对价值型

相对价值型对冲基金是一个自然的投资切入点的选择，但并不是它所有的子类别都如此：

1. 多/空权益型是个自然而然的选择，因为许多策略都是通过机构投资者所能理解的估值系统来驱动的。卖空和（如果使用的话）杠杆率会给这种策略造成负面影响，不过会被正面影响抵消——对冲了的头寸具有相对较低的收益波动性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 可转换套利型就不太一样，因为可转换债券的信用等级要低一些，卖空股票又只是一种“软”对冲手段。而且在设定对冲比率的时候，会倾向于加入个人对市场时机选择的偏好。杠杆率和对冲方向可能完全错误，这两点或许会削弱投资者对这种策略的热情。

3. 债券对冲型这种策略的核心就是要运用极高的杠杆率，而仅仅这一点就足以吓退潜在的投资者。

卖空型

作为一种独立的策略，而不像多/空权益或者可转换套利那样只是对冲交易的一个部分，卖空型策略还是一个没有起步的领域，因为各个公司对于这种做法本身存在一种根深蒂固的偏见。对于规模很大的机构投资者来说，运用卖空型策略也非常困难。从业人员本身也不多，有的从业人员经过了这么多年，还是未能赢得公司证券发行者的赞赏。

事件驱动型

事件驱动型策略为公司投资者提出了公共关系问题，不过情况倒没有像赠予基金或者基金会遇到的那么严重。许多公司的退休基金对于投资敌意收购或从事“掠夺投资”（vulture investing）有一种本能的抵触情绪。

权益对冲基金和全球资产分布型

权益对冲型和全球资产分布型基金是最可能吸引机构资产的策略。作为具备从业时间长和名声卓越的从业人员的典型“对冲基金”，它们能够运作规模相对较大的资产，同时它们又具有足够多的资产组合选择，以满足机构的特殊要求。

无论是哪一种策略，对冲基金在面临着如此严厉的监管限制的情况下，如何进行信息的沟通和交流呢？许多对冲基金委派了专门的市场推广人员（也可能身份不是那么明确），有的基金则利用演讲、撰文和其他方式来传递它们的信息。对冲基金与一般的传统资产管理推销过程不同，它不能靠打那些冷冰冰的电话来吸引机构投资。对冲基金在很大程度上要与“独立和强硬”这种自然冲动的态度作斗争，去拉拢潜在的客户。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金与其他新型投资方式的比较

现在你已经被引入了对冲基金投资这个领域，也可能考虑在传统主流投资方式之外再迈出一步，这时你会自然而然地对其他新型投资方式与对冲基金之间的优劣和差异提出质疑。显然，格林威治联合公司的数据（图 8-2）表明各家机构，尤其是赠予基金，运用风险投资的比例远远大于运用其他新兴投资方式。那么为什么还要运用对冲基金呢？为什么不用风险投资？

风险投资和私募投资（private equity investments），作为新型投资方式中比重最大的代表，实际上在机构的总体基金资产组合中也只占很小的一部分比例。与对冲基金和其他新型投资方式一样，人们都很怀疑，风险投资和私募权益到底能不能跨越观念上的隔阂，赢得机构的广泛认可与运用。但是投资者还是接受了风险投资家，因为他们展示出坚定无畏的典型美国形象，投资于小公司或是为那些在竞争中奋斗的小公司注入活力，并在这些过程中赢得不俗的回报。

一些机构基金有很好的理由偏爱风险投资和私募权益投资。这些策略几乎总是买空一种证券（通常是股票或者是类似的证券），同时除了一些可能的对冲交易外，从来都不卖空。对于大多数交易来说，杠杆率是内嵌在收购公司之中的，所以无须考虑营业外应税收入（UBTI）这个问题。同时相对于公募权益市场来说，风险投资和私募权益还提供了获取平均水平以上收益率和分散风险的机会。

然而这些策略也有消极的方面。风险投资和私募权益投资对资金的冻结期长达 5 到 15 年，年度的管理费用可能达到投资额的 2%，再加上 20% 的利润佣金。尽管它们的资产组合对投资者公开，但这些公司对于一个有限合伙人来说，并不是那种可以让投资者从一张关于行业的“促销订单”（tear sheet）*上就能了解到一切消息的投资方式。与主要合伙人进行沟通的实际情况也可能会与你的理想相去甚远。而最大的不确定性之一，就是你并不知道主要合伙人有多优秀，以及他能否准确

* tear sheet 指的是那些出版物(如杂志中)夹杂的可以方便地撕下来的卡片，起产品促销或者是方便订阅刊物的作用——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地购入企业，并在出现他无法左右局面的经济周期时，提供一种合适的投资退出方式。

要记住的是，即使“酝酿期”（vintage years）是同一年，各个合伙企业之间收益率的差异还是很大（酝酿期相同喻指所投资的企业其开办日期是在同一年），这就更加强调了选择经理的重要性。从收益率自身的角度看，你投资时的那一个“酝酿期”也同样重要，有些风险投资或私募权益的投资者，会因为退出机制十分灵活而结束投资。考虑到机构基金并不是在每一年都进行风险投资或者做合伙企业交易，所以对成本进行平均，很少能与投资业绩相匹配。此外，基于经理声望的考虑以及手头有限的信息，机构的投资期有时可能会前后跨越 10 年，因此只能是对投资寄以最美好的祝愿。

对多个“酝酿期”和退出时期的风险投资以及私募股票收益率进行平均，结果却令人惊讶：根据我们的估计，尽管某些投资的预期收益率接近于 25%，平均的年收益率在剔除一切费用之后，处于 15% 左右的收益率还是客观地代表了长期内平均收益率或者收益率中位数的水平。有意思的是，对于其他新型或非传统的投资方式来说，15% 似乎也是它们收益率的合理预期水平。虽然标准普尔 500 指数在过去 15 年左右的收益率也是处于这个水平，但是相对于美国公募股票的历史收益率水平来说，15% 还是可以让人接受的。

如果投资于公募市场和私募市场获得的收益率预期值相同，当你只须买一种指数就可以解决问题时，为什么还要接受超出平均水平的佣金以及资金的冻结期呢？理由有很多，也显而易见，首先是“你永远无法预知未来”以及重要的是，如果你对时机的把握以及/或者对公司的选择正确的话，收益率可就要大得多。因此出于许多原因，新型投资在机构的总资产中就肯定会有一席之地，而对冲基金则是其中的重要组成部分。只有很少几家对冲基金对资金冻结期要求超过一年的事实，以及许多基金提供按月或是按季度的清算退出机制，也是值得关注的地方。

新型投资一般需要较长时间才能以最迎合时机的方式来获取收益。比如，当住房需求强劲的时候，木材行业需要用现金买树种，加以种植然后出售，风险投资则需要强有力的首次公开发行市场做支撑才能维持下去。我们也许会反驳说，资金的冻结期可以阻止投资者在错误的时机放弃投资，但是冻结期也会使资产在基金发起人无法对其加以任何控制的情况下，长期处于风险状态中。对于大多数人来说，这样做需要在对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别人的信任程度上实现极大的飞跃。所以，为什么不把你所有对风险投资和私募股票的预算投资转到对冲基金上呢？回答是它们各自所起的作用不同，也经常是按不同的原则行事。下面我们就对它们之间的一些共同点和不同点加以概括：

◆ 风险投资和私募股票投资的章程仅局限在某个部门、行业或者投资策略，也可能是这些方面的结合；而对冲基金，尤其是全球资产分布型和权益对冲型基金，则更为包罗万象。在 10 个风险投资和私募股票投资项目中，你一般能期望有两个取得成功，两个完全失败，剩下 6 个收益率稍稍高于或低于平均水平。而且如果原先的合伙企业还继续经营的话，它们可能会保留主要合伙人已经加以评估的私人持股部分。而对冲基金如果面临“20% 的命中率”和合伙人评估股份过多这样的问题，要维持下去就很困难。

◆ 尽管私募股票投资往往以公募股票的形式来完成投资，它的章程主要还是关于私募的。而对冲基金正好相反，它可以持有交易量很小的股票，有的时候甚至可以持有私募股票，只不过后者的持有量往往极小。

◆ 在多数情况下，杠杆率会增大风险。即使是允许私募股票投资把它的杠杆率内嵌到经营的公司中，机构基金在运用对冲基金时，风险仍旧是一个非常重要的问题。

◆ 高昂的佣金和手续费使得人们对于对冲基金取得糟糕的业绩难以容忍；而风险投资和私募股票投资要是没有长时间冻结期限制的话，情况也是一样。

◆ 监管当局的监督和管理对于投资者而言是一剂额外的定心丸，除非这方面的情况有所变化，否则对冲基金和私募股票的投资构架由于缺乏这一类保护，将会使它们永远处于新型策略的地位。

◆ 风险投资和私募权益投资是偏向于做多的策略，有明显的市场风险因素，对经济周期存在敏感性。对冲基金却可以利用卖空手段和其他技术来冲淡与常规市场环境之间的这种联系。

在我们看来，风险投资、私募股票投资和对冲基金出于一些截然不同的原因，都应该在机构的投资计划中占有自己的地位。收益率和风险分散化当然都是它们所期望的，但各自会有不同的受益过程这一点同样有很大的价值。有一点对于基金发起人来说很重要，那就是要认识到新型投资方式相对它们在基金总体中占有的小比例来说，却要投入大量的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间。为了便于证明我们的观点，假设有一笔 10 亿美元的基金，它最多可以将基金总额的 10%，或者说 1 亿美元分配到新型资产类别上。假设 2% 到 3%，或者说 2000 到 3000 万美元分配给使用风险分散化策略的多重对冲基金（multiple hedge funds），剩下部分则投资到其他新型资产上，比如风险企业、私募股票、木材、石油及天然气等。好挖苦的人会认为，即使是 3000 万美元获得了 15% 的收益率，也不过是对基金总额增加了 450 万美元，或者说还不到 0.5%。为什么还要去尝试它？而且这种小投资项目还要耗费与之不成比例的时间去做估值、选择和监测工作。这样的数学计算当然没有错，可是还有其他一些东西应该考虑。

◆ “新型”投资部分必须作为整体来看待。为了便于说明，还是使用前面的数据，15% 乘以 1 亿美元就是 1500 万美元，或者说为基金总额增值 1.5%——这可一点都不能小看。

◆ 对冲基金（以及其他新型投资方式）与标准普尔 500 之间较低的相关性或许会降低基金总体的不稳定程度，使得经济下滑时损失有所缓和。

◆ 对投资环境的总体情况进行学习和了解，也是投资过程的一个部分。你不可能什么都知道，而对冲基金和风险投资/私募股票投资经理可以教给你许多东西。

◆ 对于只分配给新型投资方式的 10% 份额，不可能做出太神奇的业绩，而有几家主要机构多年以来的投资份额一直维持在 25% 的水平或是更高。

新型投资自然有它成功和失败的地方。本书也不想去试图给出法律方面或者投资方面的意见，因为每种具体情况都不一样。一般来说，我们对于机构和高净值投资项目运用对冲基金的支持程度，与对运用风险投资和私募股票投资一样。而且，新型投资方式并不占据主流地位，因此存在无效性的可能，但可以利用它来获得高收益率。相应地，在任何时候都要考虑受托人是否负责这个问题，不过只要投资环境正确，对冲基金和风险投资/私募股票投资可以协调得很好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总结与评论

1. 有迹象表明，机构对于对冲基金表现出浓厚的兴趣，但是还没有显著的资金流入。即使是这种资金流入开始增加，增长的速度也是缓慢的，可能还有点时断时续。

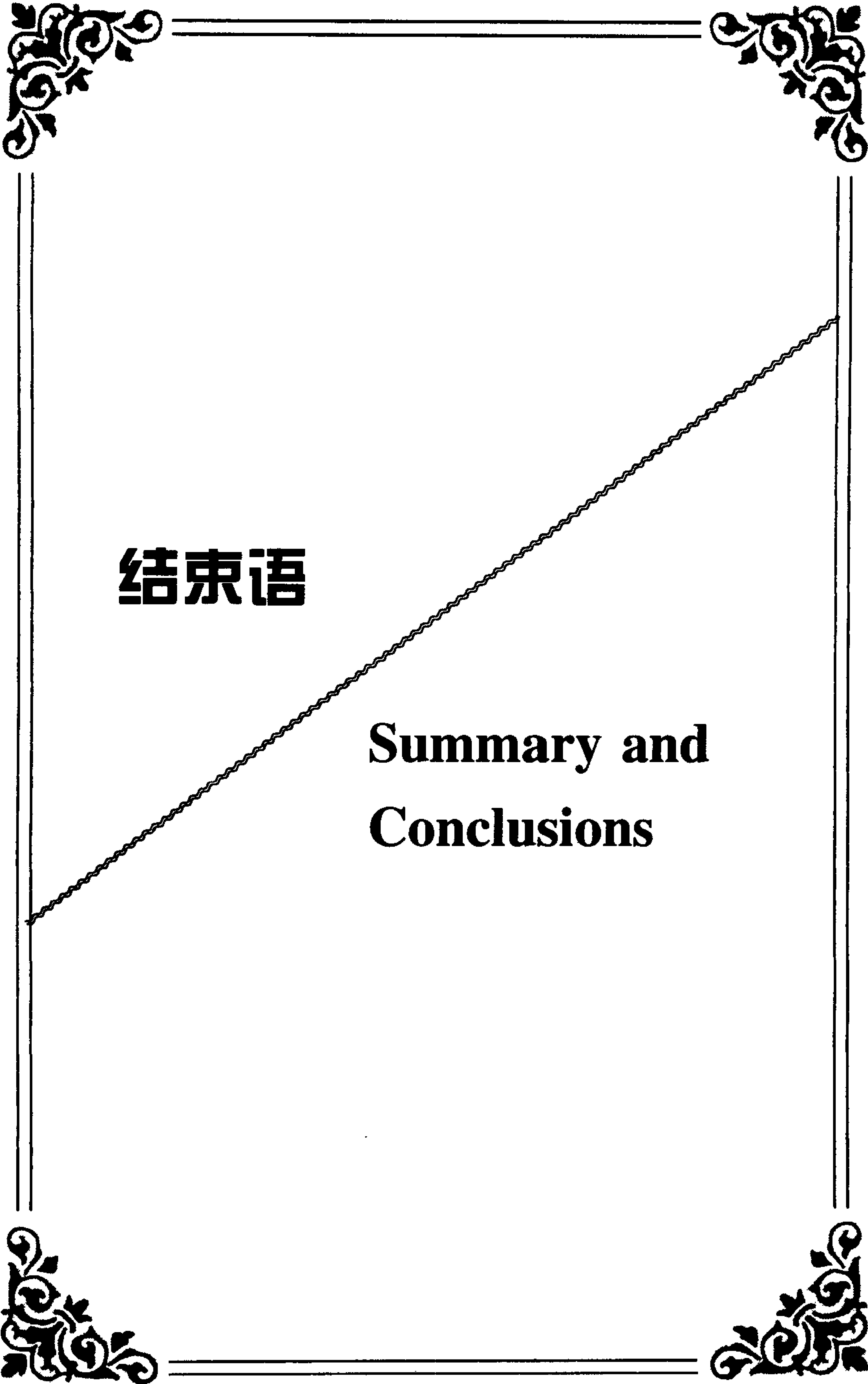
2. 如果机构的投资兴趣成为现实，对冲基金业的结构和功能都将发生深远的变化。有的变化可能是好的，有的可能不好 。对冲基金和基金发起人双方都需要相互帮助，建立起双方沟通的桥梁。监管者也将牵涉进来。

3. 如果你能遵循机构基金以及过去十年中深远发展变化的道路，历史将会教给你许多东西。当怀疑主义者认为什么都没有发生变化的时候，他们应该注意到：在 50 年代是保险公司在“把持”退休基金的投资管理事务，那时候权益投资尚不多见。到了 60 年代是银行垄断了“新的”权益管理业务，60 年代末期独立的公司开始运作，在 1970 年左右，债券管理业务开始活跃。而在那个时候，房地产，国际和新兴市场都还没有起步。

对于新兴资产类别的认可与运用，在很大程度上是对基金发起人不同需求的一种创造性反应。站在历史的角度看，向对冲基金业的进一步挺进并不是什么大不了的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结束语

Summary and Conclusions

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的写作目的是作为一本入门读物，而不是钦定教材，因为钦定教材往往是充斥着大量的数据，却又让人学不到真正的知识。事实上，我们只是努力地将肉身依附于骨架之上，使其得具人形，却没有一颗跳动的心脏和流动的血液来让他成为完整的人。要想再前进一步，就需要对于对冲基金的具体交易进行具体分析，而这一点与任何关于投资组合的讨论会遇到的情况一样，都得到付出时间与精力。对于我们来说它或许是下一本书，但对于读者来说却不应该存有任何空白。而且尚有许多未完成的工作要做，或许在完成的同时最好对实际的投资工具保持充分的审慎态度。

正如本书多次表述过的一样，风险投资适合于那些合格的与精明的投资者，他们能够承担所投人资产的全部损失；而且也正如本书强调的一样，投资最好以分散化的方式进行，投资总额在基金的总资产中也只占一小部分。无论如何，首要的原则都是采取合伙企业结构和主要合伙人制度。

对冲基金并没有表现出公认的看法所认为的那种“同一性”，相反却反映了截然不同的投资策略与文化差异，它们从性质和从运作章程上看，在很大程度上都是包罗万象的，这也就意味着你必须明白：它们有权利运用所能掌握的任何形式的工具，去把握在任何时候，任何地方出现的机会。对冲基金经理也是常人，具有优点和缺点，但是他们一直都收取相对较高的佣金与手续费，暗示着他们出众的能力——不过这种能力不是任意什么时候都展现出来。机构投资者和其他精明的投资者总是误认为，在他们的小额投资项目（相对于资金总体而言）上可以将资产类别单一化。这样做其实很冒险，即使收益不错，因为期望值不一样。

对冲基金经理不大讨人喜欢，但是你很难不佩服他们对自身抱有的巨大的自信心与责任感，尤其表现在他们敢于依赖于自己的技能，拿未来去冒险。他们并不仅仅怀着拿份薪水和享受福利的愿望。对冲基金经理还是不可一世的商人，而且当出色的业绩表现使得管理的资产不断增长的时候，他们就更加不可一世了。不过，我们不要把“我们是合伙人”这个事实过分罗曼蒂克化了，因为归根到底来说，他们是在出售服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务，你是在购买（或不购买）服务。换个方式来说，你是观众而他们是拿着你的球在进行比赛的运动员，所以不要把“合伙人”与除了“投资者”之外的其他意思混为一谈。

业绩佣金是对冲基金的一个重要经营特点。而在投资特点上，对冲基金有做多头也有做空头，有的甚至还尝试着做完全对冲。它们运用的工具有证券、期货、远期、期权、结构化工具、实物资产、私募证券以及任何可以运用的工具，无论是否含有杠杆率，也无论是哪个国家的工具。如果你了解它们并信任它们的能力的话，这种做法倒也不错，甚至值得称道。但是千万要保持警惕，因为有些过度自信、过度急功近利的经理，也许会在不具备相关能力或缺乏人手的情况下，去冒很大的风险。

主要合伙人的动力是为他们自身赚钱和为你赚钱，先后顺序你可得弄清楚。风险很高，压力也很大，他们赚取佣金的部分原因在于他们是将自身置于极端的压力之下来赚钱。按照规律来说，主要合伙人正处在人生中最美好的时刻，凭着优秀的工作经历和教育背景，带着由此产生的热情，扮演着慷慨激昂的角斗士的角色，与市场、自身和你在斗智斗勇。“安全巡航操纵杆”不是他们想要的东西。

投资者接受对冲基金，是因为他们希望从它身上获取比那些更为传统的资产类别所能提供的更高的收益率与风险分散化程度。计算除去佣金及手续费之后的收益率是一项很好的任务，但是它同时也是进行真正的比较所必需的一项计算过程，当然也只有它才真正代表着投资者的净收益率。尽管听起来很奇怪，但如果标准普尔 500 或者任何你所选择的有代表性的传统指数能够提供每年 15% 左右的净收益率，那么对冲基金或是其他非传统型投资方式要与之竞争就很成问题了。除了相对价值型投资策略——这种策略谋求的只是略高于三个月国债的收益率，其他类型的对冲基金必须向你提供每年平均 15% 的收益率，否则该资产类型将无以维系。在收益率的离散性这个问题上，很难将对冲基金与传统市场之间的相关关系规律化。对于这两类资产的收益率之间的关系应给予持续关注，尤其是在市场出现剧烈波动的时期。在考虑对冲基金时，较低的相关关系以及可能的离散程度也是应该考虑的因素，但不是首要因素。

如果你是一个需要纳税的投资者，那么你要特别留心税后利润。税收对于复利收益率有着很大的负面影响。如果你是一个免于纳税的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，同样也要留心税收问题，因为大部分对冲基金的投资者，实际上包括主要合伙人自身都是要纳税的投资者。正因为如此，避税得当的管理方法，可能最终与税前总利润最大化的目标会有利益上的冲突。

我们在本书中介绍了五种类型的对冲基金策略，而了解它们之间的差异非常重要。我们已经强调过，有的时候不同主要合伙人适用的无所不包的投资方法，都会引起很大的投资收益差异，即使在归入同一种策略的经理人之间也是如此。简言之，你要了解你希望投资的对冲基金策略，谨慎地选择执行策略的经理，同时与他保持密切联系。

如果你知道一家合伙基金在某个既定年份会给你赚很多的钱，但标准差是 30%，你也许还是应该投资。但反过来如果你知道一家基金在既定年份会赔钱，标准差却很小，你或许就不应该投资了。事实上风险是以赔钱的可能性来度量的，而不是以收益率的波动性。无法事先预知投资结果，才会使我们把目光投向（往往还是依赖于）类似“以往的波动性”（past volatility）这样的度量手段。

在多个基金经理之间实现投资分散化有助于降低风险。其他会增加亏损风险的因素有对冲手法（或许是缺乏对冲手法）、杠杆率、流动性、主要合伙人的健康及生活情况等等。所有的这些都会强化你内心的感受，而只有你归根到底才是估量风险的最终决策者。总而言之，你得真正信任主要合伙人，同时只投入你资产的有限部分，并且有可能的话，投资于多位基金经理。

投资于对冲基金本身并不可怕。合伙企业协议经常是一边倒的，并且在我们看来，它会反映出主要合伙人真实的投资操作手法。如果你必须对文件的每一页都阅读两遍来理解各项条款的含义，那就用心地阅读。然而还是有太多的人并不去阅读这些文件（即使是声明他们已经阅读过），而且更多的人不去花时间弄懂文件的意思。去请教你的法律和会计专业顾问，如果你能获得一些法律上的帮助，各项条款都会看得很清楚，而且如果你自己聚精会神地阅读，条款的意思都可以理解透。不要以为这些条款没得商量，尤其当你是个投资大户的时候。

手续费和佣金是每个人都关心的问题。例如，如果你对一家对冲基金投资了 3 亿美元，在某一年它涨了 20%，主要合伙人的总报酬就是 1500 万美元（基于资产额 1% 的管理费，加上 20% 的激励佣金）。在支付完他手下人的薪资和各项杂费之后，他将 1200 万美元放进自己的口袋，这可是你公司董事长赚的钱的两三倍。但如果主要合伙人经营亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损的话，他是不会把钱退回来的。事实上他是在用你的钱来投资使自己致富，而授权他这么做的就是合伙协议。所以，要与你的专业顾问一起仔细地阅读合伙协议，并就可以磋商的条款进行磋商。

评价对冲基金经理是生活中的乐事与挑战之一。要评价他们你就得亲自拜访，你就得进行分析，你还得凭自己的判断来给他们打分，而不是凭那些业绩数字或者是他们在鸡尾酒会上的兜售。你应该不会对这项工作感到失望，因为这些经理永远不会令人感到厌烦，而且经常难以和他们对话。他们会质疑你的智力。谁会把钱交给一个不如其他人优秀的对冲基金经理去管理呢？

对于对冲基金需要进行一般分析和专门分析，前者包括的方面有：管理的资产数量、专业人员的数量等等。这些方面都很重要，但是后者是促使你下定决心的方面。主要合伙人是如何进行投资的？他能向你出示今年、去年、前年的业绩范例吗？主要合伙人在投资方法上是否保持前后一致？一句话，你相不相信他在任何时候都能为你争取最大的利益？只有回答“相信”，你才可以去投资；如果回答是“不”，那么就迅速地退出基金，不要去考虑收益率的历史纪录和基金经理的声望等，如果你犹豫不决，这只是说“不”的另一种表现。如果你需要专业顾问的帮助（许多人的确如此），那么应该在没有决策之前就去向他们咨询。

再没有什么事情会比监测一支收益率很好的对冲基金更令人感到乏味了，同时也再没有什么事情是比监测一支收益率很差的对冲基金更令人感到紧张和集中精力的了。无论是哪一种情况，监测工作都不仅仅只是简简单单地拿来每月的业绩报告，然后点头认可。监测工作的核心是分析业绩的来源，而你只有通过定期拜会主要合伙人或者与他交谈才能做好这项工作。如果这只基金不适合你，那么一开始的投资就是个错误。

对风险进行监测是一项很有意义的工作，要做好却并不容易。对于普通的投资者来说。只要拿到业绩报告并做定期的交流，就可以实现对风险的监控。可是对于机构投资者来说，尤其是拥有独立账户的机构投资者，却需要做更多的工作，而且也应该做这些工作。各项比较，包括各项基金概况与各类指数的比较正变得日益流行，而且也比以前容易办到了。这些比较工作是很有用处的，至少是和主要合伙人进行讨论一样有用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解聘基金经理是一种判断力的感召行为，它既取决于经理的业绩表现，又取决于你内心的直觉。投资收益不好并不总是解聘的理由，而仅仅有好的业绩表现也不足以作为留任经理的理由。

新型项目投资是机构投资的一部分，尽管对于一些机构来说它占的比重要比另一些机构更大。新型投资不断发展，并产生了类似房地产和非美国的发达市场权益投资这样的新型传统资产类别，它几乎就像是未来市场的最优孵化器。对冲基金不可能以传统资产类别的形式发展起来，不过对于大多数对冲基金来说，它们才刚刚开始运作，而未来还有待展现。

目前来看，高净值投资者和“基金中的基金”管理者（他们本身由高净值投资者统治），在对冲基金的投资者中占据了大部分比重。下一幕戏就将是机构在什么时候开始青睐对冲基金，而我们相信这幕戏已经开演，的确有些机构投资者，尤其是一些赠予基金，在很久以前就已经看出了进行新型投资的必要性，并已经开始转向对冲基金，甚至采用内部管理的方式来管理对冲基金策略。但是我们仍旧认为，真正的机构投资加速进程应该是在下一个十年或是更长的时间里完成。市场的无效性已经被清除，而这些“巨象”将迁移到新的地方觅食。就现在而言，这群“巨象”正密切注视着这一块领域，因为他们的参与，对冲基金在运作方面势必发生深远的，长期的变化。对冲基金会像60年代的传统权益投资方式一样，被机构化（institutionalized）吗？这不好说，不过，未来的十年应该是精彩纷呈的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 1
对本书所采用指数的说明

APPENDIX I
Description of Indices Used in Tnis Book

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EACM100^{SM}

EACM100指数和经理概况是由一些特定投资管理人员提供的未经审计的数据加权平均计算所得,这些管理人员是由“评估联合资本市场公司”(EACM)依据其制订的标准挑选的(EACM 可能会单方面对标准进行不时的修改)。相应的业绩数据已经扣除了管理人员的既定费用,反映了投资管理人员经手的投资工具的收益率,代表了所有依据事先确定的某种投资策略进行管理的账户。所有的这些业绩数据及其代表性并不由 EACM 独立承担证明或核实责任,EACM 也不对其准确性负责。EACM 并不承担任何更正或更新这些数据的责任。并不是所有经理都具有自指数所列示的时间起的数据。本书中采用的一些表格与图形均以 EACM100中的部门为准。

EACM100 指数于 1995 年开始编制, 1996 年 1 月 1 日起正式发布, 包括了自 1990 年 1 月起的历史数据, 构成指数的 100 位经理可以平均划分成两类: 一类是采用“壁龛”策略*的经理, 另一类是采用更为多样化策略的经理。包括在指数中的经理至少要有一年以上的业绩记录, 管理的资产总额不得低于 2000 万美元。而且基金经理还必须可以接纳新的投资, 并及时提供准确的业绩数据。

以往的业绩表现并不对未来的投资结果构成任何提示。这些材料仅供信息参考,并不构成对任何投资策略或投资工具的咨询、营销或负责意见。

雷曼兄弟公司综合债券指数

这是一种涉及范围很广、按市场资本规模加权计算得到的指数, 指

* 壁龛(niche), 指某公司已据有很大市场份额的特别产品。通常, 这种产品的市场相当小, 以致无法引起太大竞争——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数中包括了所有“雷曼兄弟政府/公司债券指数”、“抵押担保证券指数”和“资产支持证券指数”中列举的流通在外，面值金额至少在 1 亿美元以上的债券。其中“政府/公司债券指数”全部由投资级别债券（investment – grade bonds）组成，包括所有公开交易的美国国债或政府部门债券，到期日至少在一年以上。“抵押担保证券指数”（Mortgage – Backed Securities Index）则包括所有证券化发行的固定利率证券，这些证券由“政府国民抵押贷款协会”（GNMA）、“联邦国民抵押贷款协会”（FNMA）和“联邦住房贷款按揭公司”（FHLMC）拥有的抵押贷款集合（mortgage pools）作为支持。“资产支持证券指数”（Asset-Backed Index）则由信用卡贷款、汽车消费贷款和住房权益贷款组成。

美林三个月国债指数

这是一种由单一证券构成的指数，它在每个月的月初挑选出自该日起至到期日最接近三个月的国债，收益率每日根据交易商的报价进行计算。对这些数据进行的任何引用都要得到美林，皮尔斯，范纳与史密斯公司（Merril Lynch，Pierce，Fenner&Smith Incorporated）的许可；版权由美林，皮尔斯，范纳与史密斯公司拥有。除非另有说明，否则引用资料均指的是这种指数。

摩根·斯坦利国际投资公司的“欧洲、澳大利亚和远东指数”（MSCI EAFE）

作为一种按资本规模加权计算的指数，EAFE 是关于 22 个发达国家（除了美国之外）的大约 1600 种股票的综合测量指标。这些发达国家中最大的是日本，大不列颠联合王国，法国和德国。美国的投资者认为 EAFE 是非美国证券指数中最出色的一种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摩根·斯坦利国际投资公司的新兴市场自由指数（MSCI EMF）

这也是一种按资本规模加权计算的指数，涵盖了亚洲、拉丁美洲、欧洲、非洲和中东地区的 26 个主要新兴经济实体中的 1000 只股票。这些经济实体中比较重要的有韩国、巴西和墨西哥，该指数反映了处于经济发展起步阶段国家股票的业绩表现，“自由”表示 EMF 中涵盖的股票允许外国人购买。

标准普尔（S&P）500 种股票指数

做为一种分散化的，按市场价值或者资本规模（当前股价乘以流通在外股数）作为权重计算的关于 500 种美国股票的指数，标准普尔 500 代表了纽约证券交易所约 75% 的市值 。机构投资者认为这种指数是衡量美国股市情况的关键参数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

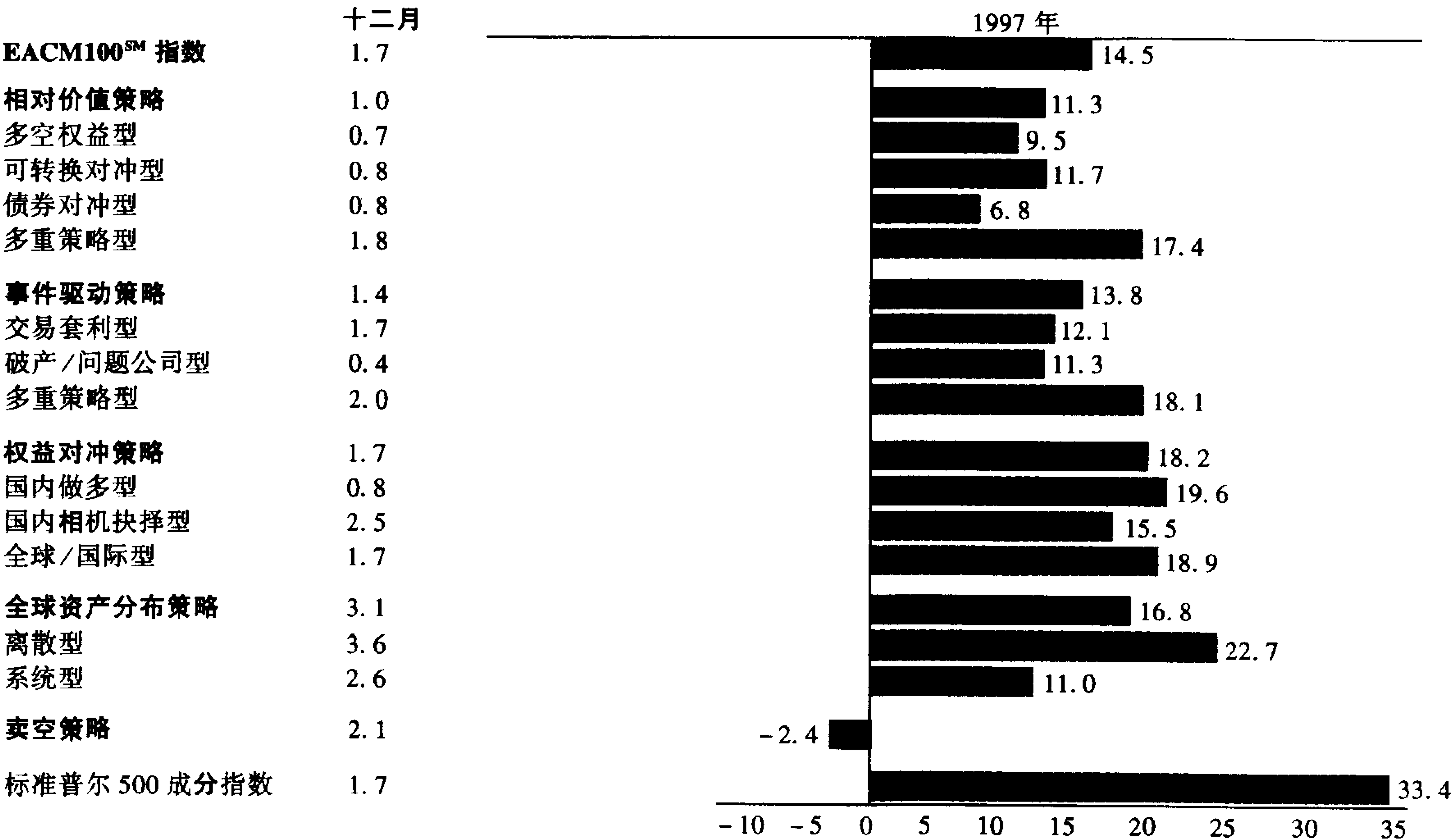


附录 2
1997 年业绩表现综合图

APPENDIX Ⅱ
1997 Composite Performance

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

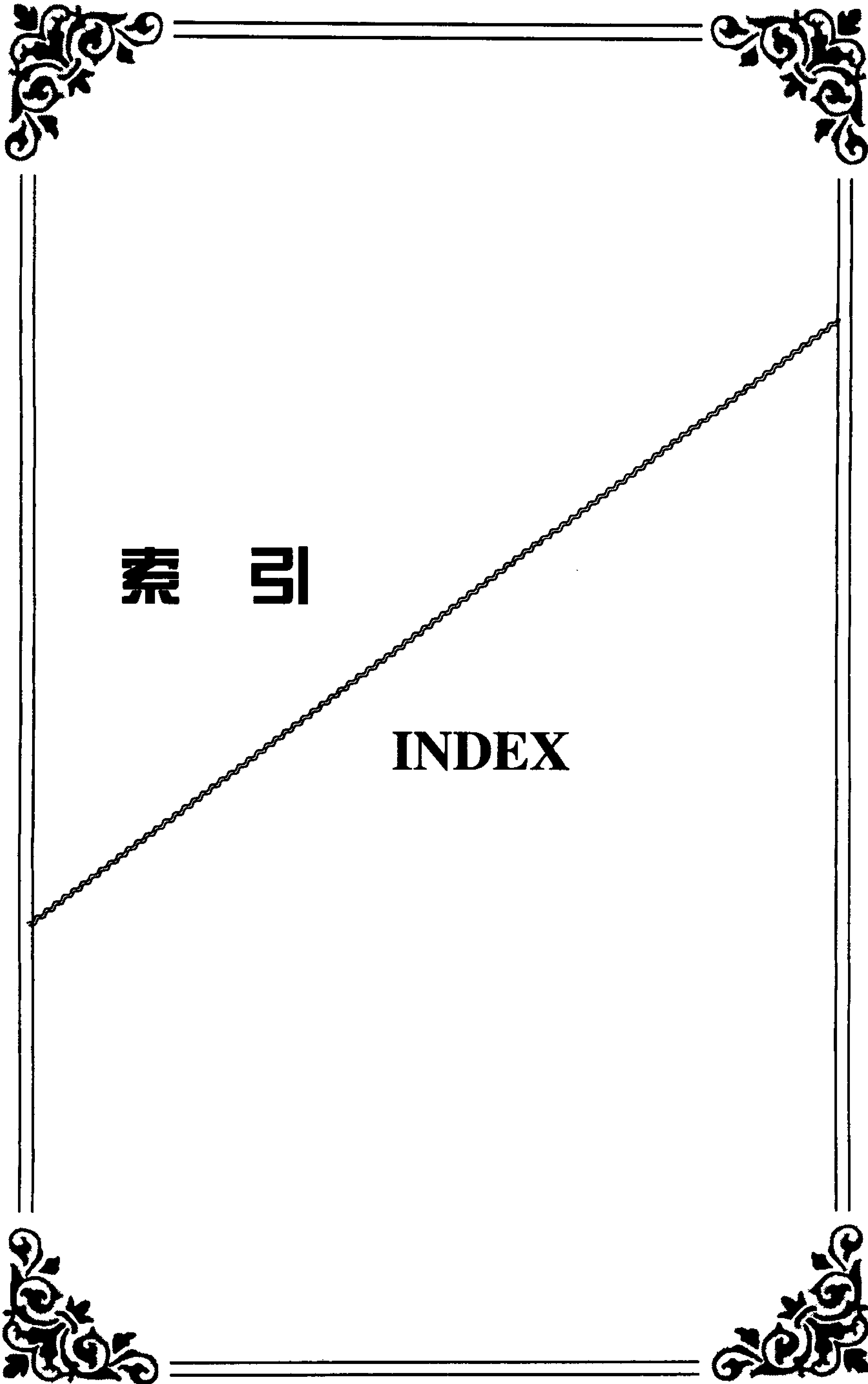
附录 2



以上指数由一些特定投资管理人员提供的未经审计的数据加权平均计算所得，这些管理人员系由“评估联合资本市场公司”(EACM)依据其制订的标准挑选的(EACM 可能会单方面对标准进行不时的修改)。相应的业绩数据已经扣除了管理人员的既定费用，反映了投资管理人员经手的投资工具的收益率，代表了所有依据事先确定的某种投资策略进行管理的账户。所有的这些业绩数据及其代表性并不由 EACM 独立承担证明或核实责任，EACM 也不对其准确性负责。EACM 不承担任何更正或更新这些数据的责任。以往的业绩记录亦不对未来的表现有任何提示作用。这些数据仅仅起参考作用，不构成对任何投资策略或行业的咨询、营销或负责意见。

业绩表现综合图(%)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



索 引

INDEX

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A

Accountants　会计师
Administration, hedge Fund　对冲基金管理
Aging liability　历史遗留负债
Agreements, partnership　合伙企业协议
Allocation of gains/losses　盈余/损失的分摊
Alpha　阿尔法值（收益率差额）
Alternative investing　新型投资
Analytical tools, for evaluation
　of hedge funds　用于评价对冲基金的分析工具
Arbitrage, convertible　可转换套利
Assets　资产
identifying　资产的确认
　management of hedge fund vs.
　　traditional　对冲基金管理与传统的资产管理
　　sources of hedge fund　对冲基金的来源
　　withdrawing　退出
Attorneys　代理律师

B

Bankruptcy　破产
Banks　银行
Benchmarks. *See* Indexation　参照物（见“指数化”）
Blowup　崩盘
Bond hedging　债券对冲
Bonds　各种债券
Business structure, of hedge funds　对冲基金的业务构架
　accountants/attorneys　会计师/代理律师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

domestic investment vehicle　国内投资工具
fees　手续费或佣金
general partner　普通合伙人
investment vehicle　投资工具
prime broker　一级经纪商

C

Candidate list，creating　列出候选经理名单
Capacity constraints　能力约束
CFTC（Commodity Futures Trading Commission ）　CFTC（商品期货交易委员会）
Close-end funds　封闭式基金
Commodity Futures Trading Commission（CFTC）　商品期货交易委员会（CFTC）
Commodity laws/regulations　商品法/法规
Commodity trading advisers（CTAs）　商品交易顾问(CTAs)
Composite performance　业绩表现综合图
Consistency of returns　收益的连续性
Contrarian bias　逆偏向　逆反倾向
Convertible arbitrage　可转换套利
Cordingly，David　大卫·科玎莱
Corporations，as hedge fund investors，*See also* Institutional investment　作为对冲基金投资者的公司　又见“机构投资”
Correlation coefficient　相关系数
Coupon interest　息票利息
CTAs，*See* Commodity trading advisers　见　商品交易顾问
Currency translation　货币兑换

D

Disclosure　披露
Dispersion of returns　收益率的离散程度
Distressed debt investing　问题债务投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Distributions in kind　实物返还
Diversification　分散化，多样化
Domestic investment vehicles　国内投资工具
Due diligence　评鉴听证　尽职调查

E

EACM100 Index　EACM100 指数
construct of　指数的构造
purpose of　指数的目的
quantitative characteristics of　指数的数量特征
Eclectic nature of hedge funds　对冲基金包罗万象的特点
EEC (European Economic Community)　EEC(欧洲经济共同体)
Employee Retirement Income Security Act (ERISA)　雇员退休收入保障法案(ERISA)
EMS (European Monetary System)　EMS(欧洲货币体系)
Equity Hedge funds　权益对冲基金
consistency of returns　收益的连续性
correlation of monthly returns for　月度收益率的相关性
evaluation of　对基金的评价
and Global Asset Allocators　与全球资产分布基金
institutional investment　机构投资
returns for　收益
risk/return characteristics　收益/风险特征
ERISA(Employee Retirement Income Security Act)　ERISA(雇员退休收入保障法案)
European Economic Community (EEC)　欧洲经济共同体(EEC)
European Monetary System (EMS)　欧洲货币体系(EMS)
Evaluation Associates Capital Markets Inc.　评估联合资本市场公司
Evaluation of hedge funds　评价对冲基金
analytical tools for　分析工具
candidate list, creating　列出候选经理名单
consistency of returns　收益的连续性
decision-making process in　决策过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

descriptive information for　描述性信息
dispersion of returns　收益率的离散程度
Equity Hedge　权益对冲型
Event Driven　事件驱动型
and full disclosure　充分披露
Global Asset Allocators　全球资产分布型
investment strategy　投资策略
key professionals, identity /backgrounds of
主要专业人员的身份/背景
and location of hedge fund　对冲基金的所在地
and name of hedge fund　对冲基金的名称
and organization /administration of hedge fund
对冲基金的组织结构/管理
performance issues in　业绩问题
portfolio characeristics　资产组合的特征
product terms　服务条款
relative values　相对价值
Short Selling　卖空策略
and total assets managed　管理的总资产
unquoted securities　没有挂牌交易的证券
Event Driven strategy　事件驱动策略
consistency of returns　收益的连续性
correlation of monthly returns for　月度收益率的相关性
evaluation of　对基金的评价
institutional investment　机构投资
returns for　基金的收益率
Exit/entry privileges　退出和进入基金的权利

F

Farmlands　农场
Federal Home Loan Mortgage Corp. (FHLMC)
联邦住房贷款按揭公司 (FHLMC)
Federal National Mortgage Association(FNMA)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联邦国民抵押贷款协会（FNMA）

Fees　佣金
　management　管理费
　performance　业绩佣金
FHLMC(Federal Home Loan Mortgage Corp.)
　FHLMC(联邦住房贷款按揭公司)
Friends' recommendations　朋友的推荐
Full disclosure　充分披露
Fund of funds management　基金中的基金管理

G

General partner　普通合伙人
　investingas　以普通合伙人的身份投资
　and withdrawal of assets　资产的撤出
Global Asset Allocators　全球资产分布型策略
　consistency of returns　收益的稳定性
　correlation of monthly returns for　月度收益的相关性
　dispersion of returns　收益的离散程度
　evaluation of　评价
　institutional investment　机构投资
　returns for　收益
　risk/return characteristics　风险/收益特征
Govemment National Mortgages Association(GNMA)
　政府国民抵押贷款协会
Greenwich Associates　格林威治联合公司

H

Hedge funds　对冲基金
　eclectic nature of　包罗万象的特征
　managers of(*see* Managers, hedge fund)　基金经理(又见“对冲基金经理”)
　number of　数量
　reasons for investing in　投资原因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

scope of 范围
Hedge ratio 对冲比率
High Net Worth investors 高净值投资者
High-water marks 潮标线
Historical background 历史背景
Human factor 人力因素

I

Incentive fees 激励佣金
Independent counselors 独立咨询公司
Indexation 指数化
EACM 100 index EACM 100 指数
limitations of 局限性
and normal portfolios 正常的资产组合
S&P 500 标准－普尔 500
Information, getting 获取信息
Institutional investment 机构投资
effects of 影响
Equity Hedge funds 权益对冲基金
Global Asset Allocators 全球资产分布策略
incentive for increasing 增长动机
increase in 增长
institutional view of hedge fund 机构对于对冲基金的看法
Relative Value 相对价值策略
Short Selling 卖空策略
risk/return characteristics 收益/风险特征
venture capital/private equity investmenes 风险投资/私募权益投资
Institutional portfolios 机构的资产组合
Insurance companies 保险公司
Interest, coupon 息票
International equity 国际股票
Interviews 访谈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Investment Advisers Act of 1940　1940 年投资顾问法案
Investment Company Act of 1940　1940 年投资公司法案
Investment strategies　投资策略
　distribution of assets by　资产的分布
　Equity Hedge funds　权益对冲基金
　Event Driven　事件驱动策略
　Global Assets Allocators　全球资产分布策略
　Relative Value　相对价值策略
　Short Selling　卖空策略
　summary of (table)　总结(图表)
Investors, typical　典型的投资者

K

K-1s,　K-1 表格(纳税申报文件)
Keynes, Johns Maynard　约翰·梅纳德·凯恩斯
Key professionals, identifying　主要专业人员的确认

L

Legal structure, of hedge funds　对冲基金的法律构架
Lehman Brothers Aggregate Bond Index　雷曼兄弟公司综合债券指数
Leverage　杠杆率
Leveraged takeovers　杠杆收购
Liability, aging　历史遗留负债
Limited partner(s):　有限责任合伙人:
　investing as　以有限责任合伙人的身份投资
　monitoring of hedge funds by　对于对冲基金的监测
Limited partnerships　有限合伙制企业
　and general partner　与普通合伙人
　investing in　投资于有限合伙制企业
　and partnership agreement　与合伙企业协议
Liquidity　流动性
Location, of hedge fund　对冲基金的所在地
Long /short equity strategy　多/空权益策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Loss carryforward　亏损结转

M

Managers，hedge fund　对冲基金经理
　characteristics of　经理的特征
　evaluating　评估基金经理
　(*see also* Evaluation of hedge funds)　又见“评价对冲基金”
　marketing by　营销活动
　monitoring　监测基金经理
　performance fees of　基金经理的业绩佣金
　reevaluation of　对基金经理的再评价
　and typical investors　与典型的投资者
Margin accounts　保证金账户
Margin calls　追加保证金通知
Meltdown　损失殆尽
Merril Lynch Three-Month Treasury Bill Index
　　美林公司三个月国债指数
Minimum investment requirements　最小投资额规定
Monitoring hedge funds　监测对冲基金
　ground rules for　基本原则
　as limited partner　以有限合伙人的身份监测
　peer group，comparison to　与同类基金的比较
　and reassessment of investment managers　对投资管理人员的再认识
　risk　风险
　as separate account holder　以独立账户持有人的身份监测
　and staying close to managers / markets
　　与基金经理/市场保持密切联系
　and withdrawal of assets　资产的撤出
Morgan Stanley Capital International Emerging Markets Free (MSCI EMF)
　摩根·斯坦利国际投资公司的“新兴市场自由指数” (MSCI EMF)
Morgan Stanley Capital International Europe，Australia，and Far East
　(MSCI EAFE)
　　摩根·斯坦利国际投资公司的“欧洲、澳大利亚和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远东指数”（MSCI EAFE）

MSCI EAFE（see Morgan Stanley Capital International Europe， Australia， and Far East）

MSCI EAFE（见摩根·斯坦利国际投资公司的“欧洲、澳大利亚和远东指数” ）

MSCI EMF（see Morgan Stanley Capital International Emerging Markets Free）

MSCI EMF（见摩根·斯坦利国际投资公司的“新兴市场自由指数”）

Mutual funds 共同基金

N

Name， of hedge fund 对冲基金的名称

National Securities Markets Improvement Act of 1996 1996年全国证券市场改进法案

Nontraditional investments 非传统型投资

Normal portfolios 正常的资产组合

O

Offshore investment vehicles 离岸投资工具

Organization， of hedge funds 对冲基金的组织结构

P

Partnership agreements 合伙企业协议

Partnerships， strategic 战略性伙伴关系

Peer group comparisons 与同类基金的比较

Pension funds 退休基金

Performance， *See also* Indexation 业绩，又见“指数化”

composite 业绩构成

and evaluation of hedge funds 业绩与评价对冲基金

Performance fees 业绩佣金

Performance measures 业绩的度量手段

Portfolio(s)： 资产组合

characteristics of 资产组合的特点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

normal　正常的资产组合
Prime broker　一级经纪商
Private equity investments　私募权益投资

R

Reasons for investing in hedge funds　投资于对冲基金的理由
Regulation of hedge funds　对于对冲基金的监管
Relative Value strategy　相对价值策略
bond hedging　债券对冲
consistency of returns　收益的连续性
convertible hedging　可转换对冲
correlation of monthly returns for　月度收益率的相关性
evaluating　对策略的评价
institutional investment　机构投资
long /short equity　多/空权益
returns for　策略的收益率
risk /return characteristics　风险/收益特征
rotational strategy　循环策略
Returns　收益
consistency of　收益的连续性
dispersion of　收益率的离散程度
for Equity Hedge funds　权益对冲基金的收益率
for Event Driven strategy　事件驱动型策略的收益率
for Global Asset Allocators　全球资产分布基金的收益率
performance measures of　业绩的评价指标
for Relative Value strategy　相对价值策略的收益率
for Short Selling strategy　卖空策略的收益率
volatility of　收益率的波动性
Risk　风险
characteristics，risk/return　风险/收益特征
components of　风险的构成因素
Equity Hedge funds　权益对冲基金
Event Driven　事件驱动策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Global Asset Allocators 全球资产分布策略
and hedge fund managers 与对冲基金经理
and human factor 与人力因素
low vs. high 高风险与低风险
monitoring 监测风险
and potential return 风险与潜在收益
quanlitative aspects of 风险的性质特征
Relative Value 相对价值策略
Short Selling 卖空策略
Risk arbitrage 风险套利
Rotational strategy 循环策略

S

Sales commissions 销售佣金
Seasoning 适应过程
SEC 证券交易委员会
Securities Act of 1933 1933 年证券法
Separate account holders 独立的账户持有人
termination of agreement by 协议的终止
Shorting 卖空
Shorting Selling strategy 卖空策略
consistency of returns 收益的连续性
correlation of monthly returns for 月度收益率的相关性
evaluation of 对策略的评价
institutional investment 机构投资
returns for 策略的收益率
risk/return characteristics 风险/收益特征
Side letters 秘密约定
Soft dollars 隐形支出
Special deals 特殊交易
S&P500 Index. *See* Standard & Poor's 500 Index
S&P 500 指数，见“标准－普尔 500 指数”
Standard deviation 标准差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Standard & Poor's (S&P) 500 Index
标准普尔（S&P）500 指数
Stockbrokerage firms　股票经纪公司
Stocks, during 1950s　五十年代的股票
Strategic partnerships　战略伙伴关系
Strategies, investment, *See* Investment Strategies
投资策略见“投资策略”
Swiss banks　瑞士银行

T

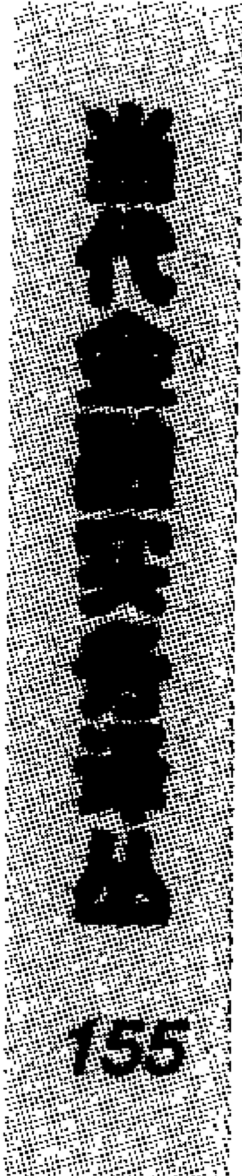
Takeovers　收购
Taxes　税收
Terms, negotiating　条款的磋商
Trade information　交易信息
Traditional asset management, hedge funds vs.
对冲基金与传统的资产管理方式
Traditional investing　传统型投资
Transparency, of portfolio　资产组合的透明度
Treasury bills　短期国债
Treasury notes　中期国债

U

UBTI (*see* Unrelated business taxable Income)
UBTI　见“营业外应税收入”
Under the Black Flag (David Cordingly)
《海盗旗下》（大卫·科玎莱著）
Unquoted securities, evaluation of　对未挂牌交易证券的估值
Unrelated business taxable income (UBTI)　营业外应税收入

V

Valuation　估值
Venture capital　风险投资

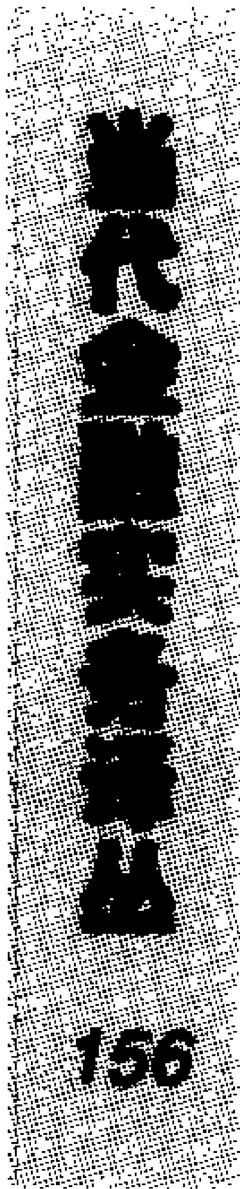


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Volatility 波动性

W

Wealth building 堆砌财富



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者后记

在现代西方发达国家的金融体系中，对冲基金无疑已经占有非常重要的地位。根据公认的说法，世界上第一家对冲基金在50年前由《财富》杂志的撰稿人阿尔弗雷德·W·琼斯(Alfred. W. Jones)创立，50年代有缓慢的发展，60年代和70年代基本处于停滞状态，直到80年代这一行业才逐渐步人正轨。然而随着时间进入90年代，经济和金融全球化的趋势日益表露出来，对冲基金也从幕后走到了台前，为世人所瞩目，可是它每一次引起人们的注意，似乎总是与“金融危机”相伴而来，无论是1992年的欧洲货币体系危机、1994年的墨西哥金融动荡，还是1997年的亚洲金融危机，都可以看到对冲基金的身影。

1998年9月，美国长期资本管理公司(LTCM)，虽然是一家拥有两位因在金融理论研究方面做出卓越贡献而荣膺诺贝尔经济学奖的经济学家的对冲基金，却由于无法预料到如俄罗斯拖延偿付到期国债这样的突发事件，并将风险量化到那些由“火箭科学家”们精心设计的计算机模型中，从而暴露出超过400亿美元的风险敞口，濒临破产。若非纽约联储的主席火速召集华尔街最有权势的金融家们——包括美林公司的总裁、JP摩根银行的总裁等，在关键时刻对LTCM施以援手，达成协议保持该公司的偿付能力，那么美国今天的金融市场会遭受多大的打击，真是难以想象。《商业周刊》的一篇评论文章中就这样写道：“这家公司(LTCM)所做的一系列灾难性的投资将让国际金融市场冰冻三尺”。

对冲基金真的如此不光采吗?相信读者在掩卷之时，心中自有答案。当然，关于对冲基金的是非功过我根本无权评说，应该留给实践和历史。只有一点可以肯定的就是：对冲基金在经济体中的影响力是越来越大了，而且随着我国融人世界金融体系进程的加快，以及未来资本项目下人民币自由兑换的实现，它终将走人我们的视野。知己知彼方能百战百胜，不过国内目前关于对冲基金进行系统介绍和研究的书籍、文献并不多，这也是为什么我斗胆接手翻译这部由美国著名投资咨询公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Evaluation Associates 的创始人，威廉·J·科里兰先生撰写的《对冲基金投资指南》一书的初衷，只希望我并不十分成熟的译笔，能为理论研究和监管工作起到一点积累资料的作用，同时也希望如书中所言："如果读者肯花时间和工夫来研究一下对冲基金的参与者、他们的投资策略以及这种投资方式本身，那对冲基金也就没有什么神秘可言了"。

科里兰先生曾经在对冲基金任职，从事投资咨询工作的时间超过了40年，在写作本书时自然而然地就运用了大量生动形象的行业术语，原文读起来固然是一种享受，却给我提出了很大的挑战，尽管借助互联网我也曾就一些术语的确切含义请教过科里兰先生本人，不免还是会挂一漏万，在付梓时仍感到不少遗憾。一切疏漏与不足，当然都应该由我负责，只希望宽容的读者能够指出存在的问题，以便将来有机会再版时更正。

经济科学出版社的王书燕女士、王茵女士为本书的出版给予了极大帮助，责任编辑王东岗先生与其他工作人员倾注大量心血，保证了将书中最难处理的图表以原有的格式呈现在读者眼前，周刚先生帮助我纠正了不少错误，在这里向她(他)们致以我诚挚的谢意。特别感谢欧阳卫民先生在百忙中抽出时间为本书写了中文版序言，使本书增色不少。还有许多给予我帮助的老师和朋友，原谅我无法一一列举你们的姓名，但愿你们看到本书时能会心地一笑。

陈　键

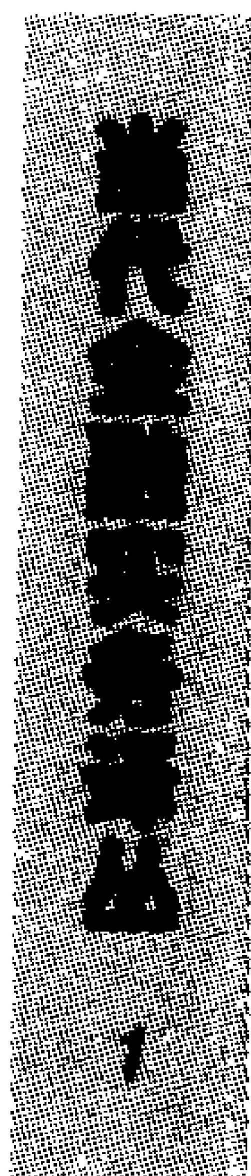
北京五道口，1999 年 9 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丛书序言

1997年的金融风暴席卷亚洲，冲击全球，对中国也产生了一定的影响。我们从未感受到过国际金融市场离我们如此之近，国际金融的风云对我国波及如此之大。面对纷繁多变的国际金融形势，中央领导同志反复强调要加强现代金融知识的学习。

九十年代以来经济全球化的进程在加快。这意味着我们从事中国社会主义现代化的建设时更要学会利用两个市场，两种资源，即国内外市场，国内外资源。中国目前经济，特别是金融的发展水平还不高，还不能主导国际金融的变化，大部分的金融工具、金融产品、金融规则、金融惯例都是在发达国家产生的。对此我们首先要了解、掌握，然后是参与，最后在一定条件下再加以改造。了解、掌握是基础，是前提。



掌握现代金融知识并不是一件很容易的事情。在科技革命的推动下，国际金融界的变化可以说是日新月异，金融创新时时都在发生。昨天以为对的东西，今天就可能错，今天以为新的东西，明天就可能过时。因此我们必须本着谦虚的态度，认真的学风，处处学，随时学，边干边学，常学常新。

现代金融知识既包括理论，也包括实务，二者互为依存，缺一不可。相对而言，金融理论近几年来国内已有了一些介绍，而操作性强的金融实务知识更显缺乏。为此，我们组织了《当代金融实务译丛》。

《当代金融实务译丛》所选皆是1997年以来国外有影响的书籍，其中大部分是1999年即今年版的，还有的是中文版与英文版同步出版。这样首先保证了知识的及时性与准确性。

《译丛》较详细地描述了投资银行的实际操作，对冲基金的投资活动，期货交易的各种业务，金融衍生工具的运作，以及企业兼并与收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的实务。目前中国的改革与发展正处于一个关键阶段。他山之石，可以攻玉。国际金融界新观念、新工具、新产品对于我国的国企改革、金融体制改革、投融资体制改革都有很强的借鉴作用。

当然对于国外的东西我们不能照搬，一定要符合中国社会主义市场经济的国情。还有一些书中表现出的作者的立场观点我们也并不一定同意，相信读者在阅读中会本着“洋为中用”的精神去伪存真，去粗取精。

一九九九年十月八日



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中文版序言

王书燕主任送来科里兰的《对冲基金投资指南》中译本，嘱我写序。王女士说：我是中国大陆涉足基金较早的人之一，是《证券投资基金管理暂行办法》的起草人，这个序一定要写。其实，我从来没有为别人的书写过序，更没有替外国人的著作写序。我在中国大陆基金宣传和监管方面做了些基础工作，那都是过去的事，微不足道。写什么呢?我想，就写点读后感吧。

1984年，新中国出现第一张股票；7年后，建立证券交易所；第二年，中国人民银行批准发行第一家基金。投票、基金，对于从计划经济时代刚走出来的中国老百姓，不仅陌生，而且神秘。当人们认识到这些金融产品价格的不确定性后，又开始像参与赌博一样情绪波动。然而，另一方面，人们的金融知识、证券知识在与日俱增，(利之所在呵!无知就要付出代价)神秘感消失了，人们逐渐恢复了理智。我相信，对冲基金在中国将会经历同样的过程。

对冲基金也是基金，这句话，不仅符合逻辑，也符合事实。但是，对冲基金有它的特殊性。它起源于20世纪30年代，最初是一些毋须在SEC注册的投资咨询公司，后来变成了现货与期货并作、多空兼顾从而对冲市场不确定性的机构投资者。在投资管理行业中，它因此拥有最广泛的资产组合。

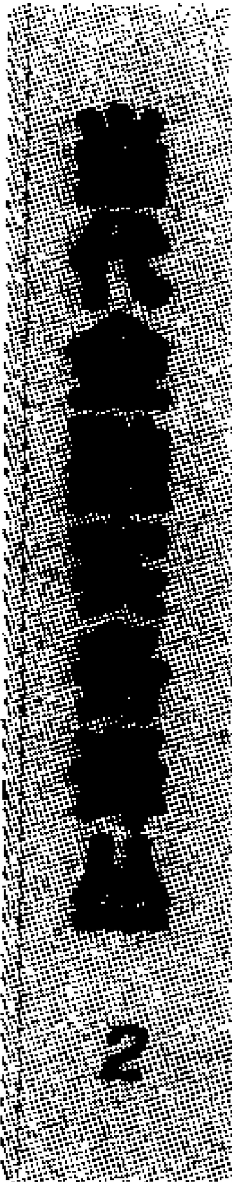
由于对冲基金大量介人许多人都不太了解的衍生金融工具市场，运用人们不常用的投资技艺，并且取得了惊人的投资回报；对冲基金经理普遍年轻、聪明、富有、自负，从而让人羡慕、让人妒嫉；让人崇拜、让人不满。关于对冲基金及其经理的流言蜚语和神话就这样产生了。

科里兰不打算学某些人走极端。摆在我们面前的这部书，是“为投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者而写的”，目的是“尝试着消除对冲基金的神秘感，从而使人们对它持有合乎情理的敬意但不再有恐惧之心”。他不想贬低，也不想鼓吹对冲基金，只是实实在在地传播有关对冲基金的知识。他将对冲基金分门别类，公正客观地阐述各类对冲基金的特点和投资技巧。他不认为对冲基金经理是超人，“他们得以利用现在这种长期持续的牛市所提供的机会”。他实事求是地告诫大家，对冲基金“并不适合每一个人”，他们也有惨痛的教训。

揭开对冲基金的面纱，熟知其投资原理，选择其提供的金融服务，最终有待实践，有待完善的成熟的金融市场的建立，有待宝贵的金融自由化政策。反过来，预先了解发达国家对冲基金及其操作原理，特别是科里兰的亲身体验，有朝一日，实践便更有把握。知与行的关系是辩证关系。或许，这就是科里兰著作中译本的意义。



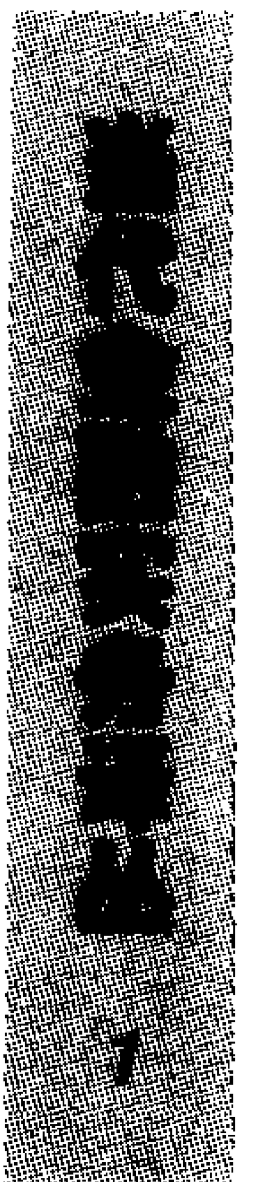
中国人民银行
非银行金融机构管理司副司长
欧阳卫民　博士
1999年10月29日　北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原版前言

本书是为了那些希望对一个经常为人所不知的世界取得一些基本了解的投资者而写的。长期以来，有一个领域是各种复杂的，多样化的投资项目的潜在组成部分，而对于这一领域的介绍却为数甚少，因此对它的了解也一样很少。尽管那些专业人士与机构投资者对于对冲基金这个主题也许有着特别的兴趣，但是任何负责资产投资的人也都应该对它有所了解，本书尝试着清除对冲基金的神秘感，从而使人们对它持有合乎情理的敬意，但不再有恐惧之心。

如果为一个“超乎理解能力之外”的世界所困扰而抛开这本书，或是认为这个主题太难而不愿进行思考，那就完全错了。对冲基金是一种吸引了无数卓越出色的专业人员的投资方式。有的人确实也成为“传奇人物”，但并不是所有的人都是如此。实际上，一些传统的资产管理人员也被同样刻画成“传奇人物”。



如果你肯花时间和工夫来研究一下对冲基金的参与者、他们的策略以及这种投资方式本身，那对冲基金也就没有什么神秘可言了。孜孜以求之有助于作出正确投资决策，并使一位伟大的分析人员思想保持开放。

本书中的大部分内容均为普遍性描述，并非专门指 Evaluation Associates（EAI）和 Evaluation Associates Capital Markets（EACM）(它们分别是咨询公司和基金中的基金，作者曾经在二者任职，它们专为大的机构基金和高净值个人投资者提供投资服务)。代表书中各类对冲基金策略的图表及数据来自 EACM 的“经理概况”报告。这一报告包含了 400 多份经理管理基金的收益率情况，有的历史资料长达 10 年。

在此我要感谢我的助手 Anna Meena，Jody Grasty，Tony Minopoli 和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Sally Marcus 为准备此书所提供的帮助。我还要感谢我的合伙人与挚友 Tracey Hayes 提出的建议与观点，以及 Janet Kalwat 对本书手稿所做的编辑与评论工作。

我尤其要感谢我的好友和合伙人 Bob Jaeger 自始至终提供的帮助。我们原本计划共同写作本书，但由于繁忙的业务旅行和肩负的责任，他只好充当本书的高级顾问。本书由于他而增色不少。

我们还想对那些对冲基金经理致以特别的，但只能是匿名的谢意，他们帮助我回顾以前的历史，并使我得窥他们的灵魂。我原本只知道他们是该领域的专家并十分敬仰，现在我更了解他们富于人情味的一面。

威廉·J·科里兰



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导　论

对冲基金似乎起源于20世纪30年代，但这要看与你讨论的对象是谁。通常认为，它们是A·W·琼斯于40年代末期创立的。整个50年代对冲基金都在缓慢而又稳定地增长，直到60年代中期该行业才风生水起。但60年代末期和70年代初期由于市场黯淡，处境堪忧。到了80年代，这一羽翼未丰的行业才又步入正轨，并历经重大发展。

从最初开始，华尔街的公司也历经同样类似的、尽管形式不同的演化过程。因为最初由私人出资经营，这些公司运用的策略和经营业绩均没有规范的构架，公开程度亦很低，即使是由公司注资转为大型机构资金，投资银行和外部客户也将资金交由管理人员运作，各种投资策略之间还是缺乏沟通，也基本上不存在从业绩贡献角度对投资结果所作的有意义的阐释。

正因为如此，当众人舍弃华尔街而从事我们现在所谓的对冲基金业务时，有限的信息披露就构成了这种新兴投资管理方式的企业文化。而对冲基金经理并没有在监督机构进行登记，相应地就不能公开宣传或提供他们的服务，这样的事实进一步强化了有限信息披露这一成份，更不用说这些投资策略本身带有的个人色彩了。

这些因素过去是——现在还是——认为基金经理缺乏教养、自私自利的充足理由，但如果认为今日的对冲基金经理是超人，就像公认的说法认为的那样，也会误导对这一行业的了解。尽管有的经理是“穷凶极恶之徒”，有的是“温文尔雅的教授”，但是更多的经理只不过是对自己和自己的能力有充分的信心，要求管理投资过程，并对获取好的业绩成果富有极大的热情。实际上，许多对冲基金经理代表的就是传统的资产管理向这种投资方式的自然演化，他们得以利用现在这种长期持续的

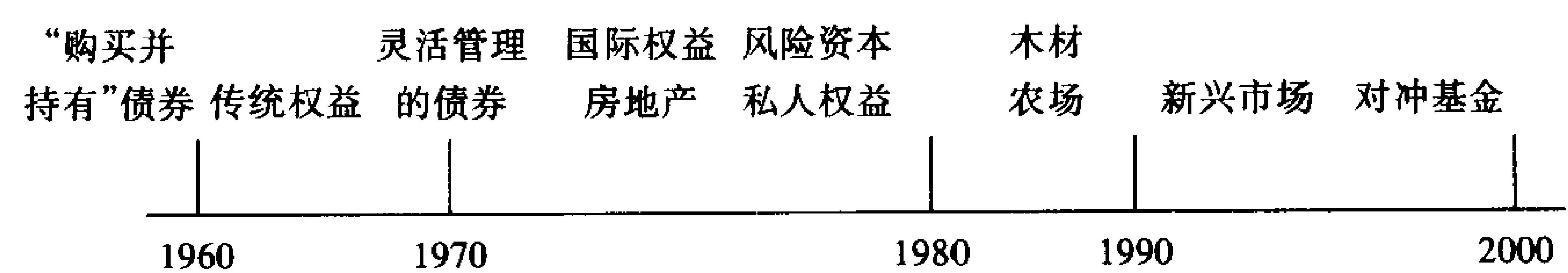
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市所提供的机会，来锻炼自己在这种前沿的投资方式中的操作技巧。

在过去，对冲基金投资是高净值(Hight net worth)个人投资者的领地。我们相信，机构投资者即将进入这一领域，对冲基金的发展动力也将随之发生巨大变革。即使是实践经验最丰富的咨询专家、基金主管和高净值投资者，除了根据经理人的名字之外，在发现和评价对冲基金这样的问题面前也会束手无策。但是，如果普通投资者的目的只是收益率和风险分散化，而对冲基金又只是这样的选择的话，为什么投资者要舍弃那个早已广为人知的机构资产管理世界，去接触那个相对不为人所知的对冲基金世界呢？这就是这篇引言的主题，不过有一句重要的诫言是要说的：对冲基金是投资行业中尽管不大却充满奥秘的一部分，然而它并不适合每一个人。

资产类别如何随着机构投资的接纳程度而发展，本身就是一个问题，我们在这里对此撇开不谈，不打算就这个问题作出定论，而是给出对冲基金与其他类型的投资相比较的一些观点，以及它们未来在机构投资组合中的作用。

下面这条时间线列示了在过去几十年中，机构投资组合整体所历经的资产类型的拓展变化过程：



由于与市场环境有关的原因或者是投资方式本身所固有的原因，各类资产在机构投资组合中取得了不同程度的成功，或是不同程度地成为投资组合的一部分。国际权益的接纳程度迅速增长——这是全球市场一体化的一个作用——以至于今天几乎没有一家机构的投资组合中不持有大量的外国股市敞口。另一方面，风险资本作为一种资产类型也逐渐得到认可，但是只是占相对较少的机构资产组合中很小的一部分。另一方面，农场也曾经作为各机构的一个可行的投资领域，但后来也走向式微。

典型的（但不是必然的）资产类别策略也历经从非传统型（nontraditional）到新型（alternative）最后回到传统型（traditional）的演变。机构的资产组合通常从各个资产类别中选取具有代表性的一些策略，以及一些独立门户的类别，通常包括：可收账款，对商品的实际所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有权以及对工厂和设备的直接拥有与经营（如果认为独立门户策略不重要就错了，实际上它们在某些机构中可能具有很高的接纳程度）

非传统型策略所指向是那些刚刚发展起来的资产类型，而非那些已经经过时间检验的股票、债券和现金等。债券由于它长期以来的保守形象，可能根本不会成为非传统型投资策略的选择。而资本市场与货币市场这两个名称在过去也有限制：信托基金（Fiduciary funds）不投资于股票，而货币市场基金也不存在。信不信由你，在五十年代，美国股票对于机构而言就是一种“独立门户”的策略，机构投资者普遍认为股票对于信贷基金来说风险太大。而现在的投资案例中会认为非传统型策略指的是新兴市场债务、石油与天然气以及各种对冲基金策略。更为重要的是，有的资产类型可能永远也不能从机构投资者处取得充分的认可，以摆脱非传统型这一形象。

新型策略是指赢得了比非传统型策略更高的接纳程度，却又基于以下原因不能获得传统型策略地位的策略：

1. *规模（流动性）*。不能吸收巨额资产这一内在的缺陷，将使得该策略的资产类型不能成为机构基金的重要组成部分。从这一点上看许多对冲基金策略均有其局限性。
2. *适应过程（Seasoning）*。有的资产类型要想获得主流地位，需要相当长的时间以使得基金主管者对其有所了解并产生信心。例如，新兴市场权益当前正处于向主流地位过渡的阶段，研究水平的提高，数据的可获得性以及成为惯例的安排都降低了一些与该类型的资产相关的风险。
3. *法律上/监管上的原因*。从有“合法投资目录”及“一揽子条件”这样的概念开始，一些本应该具有吸引力和为投资者所接受的资产类型就被法令和相应的规定打入另册。私人权益投资（private equity）就属于此类，由于资金需要被占用15年以上，它就只能永远属于“新型”策略。
4. *波动性*。收益的波动性或者甚至是对某类资产的个人投资相对较低的成功概率，都会使得该策略处于“新型”范畴。风险资本合伙投资就属于此类，它具有潜在的高收益率，但成功的概率有局限性。
5. *天性使然*。有的资产类型尽管极富吸引力，但就是由于太过于曲奥艰深，而无法成为整个基金的一个主要成份。就如凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观察到的一样“宁可循规蹈矩地失败，也比另辟蹊径成功要好。”许多对冲基金策略恰恰又是具有这个特点。

传统型策略体现的则是主流、流动性强以及业绩易于评价这样一种概念，这些特点综合起来就使其在合作机构基金中占据了统治地位。符合这一类型的资产并不少见：几乎任何的满足这几点特征的（或者是不存在上述几种限制性因素的）资产类型都可以。

我们前面的那条时间线表明对冲基金才刚刚开始得到机构的认可与接纳。尽管对冲基金的存在已经超过 50 年，各机构投资者还是习惯性地厌恶伴随着这一策略而运用的卖空手法和杠杆率、衍生工具等等。即便是机构开始扩展资产类型，它们还是更多地诉诸于其他新型策略（例如国际策略或新兴市场权益策略），这些策略是它们已有投资策略更为自然的延伸，也能更好地吸纳巨额机构资产。即使是现在有越来越多的机构开始认同对冲基金，要预言这些大投资者将如何最终接受并使用这种资产类型，还为时过早。对冲基金的一个突出特点就是它们缺乏同质性。也就是说，随着时间的推移，有的对冲基金策略将比其他策略更能吸收巨额资产，而有的策略又要比其他策略更能为机构投资者所接受。犹为复杂的是，对冲基金策略还使用大量的其他类型的投资方式，不管这些方式是非传统的、新型的还是传统型的。

值得注意的是，非传统型和新型这样的字眼是有点主观臆断的。某一类型资产的接纳程度越低，（且不论术语如何）买方和卖方可以利用的市场的无效性和价格不完善性就越大，而这是他们洞察力更为敏锐或是消息更加灵通的结果。所以为了使得获取超额收益率的潜在可能性最大化，在向传统型策略演进的过程中，对资产类型的评价工作还是越早开展越好。

我们已经告诫过，对冲基金不适合那些举止懦弱之人。一开始投资者就应该清楚它与传统策略不一样，对冲基金在一天之内可能亏掉 100% 还多，因此这本书的写作目的也仅仅是为了传播知识，而不是为之鼓吹。在这个前提下，我们中的一些人的确欣赏并钦佩这样一种富于开创精神的行业所具有的内有潜能。我们的热情或许会有感染作用，所以，应该时刻保持你的警惕性与怀疑态度。